



# Endettement public et crédibilité des accords monétaires : l'expérience de l'entre-deux guerres

François Chounet

## ► To cite this version:

François Chounet. Endettement public et crédibilité des accords monétaires : l'expérience de l'entre-deux guerres. Economies et finances. Université de Bordeaux, 2016. Français. NNT : 2016BORD0004 . tel-01327935

**HAL Id: tel-01327935**

**<https://theses.hal.science/tel-01327935>**

Submitted on 7 Jun 2016

**HAL** is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.



THÈSE PRÉSENTÉE POUR OBTENIR LE GRADE DE

**DOCTEUR DE L'UNIVERSITÉ DE BORDEAUX**

ÉCOLE DOCTORALE ENTREPRISE, ÉCONOMIE, SOCIÉTÉ  
SCIENCES ÉCONOMIQUES (E.D. 42)

**François CHOUNET**

**ENDETTEMENT PUBLIC ET CRÉDIBILITÉ  
DES ACCORDS MONÉTAIRES,  
L'EXPÉRIENCE DE L'ENTRE-DEUX-GUERRES**

Sous la direction de : **Bertrand BLANCHETON**  
co-directeur : **Christian BORDES**

Soutenue en janvier 2016

Membres du jury :

**M. Olivier ACCOMINOTTI**,  
Associate professor, London School of Economics, *rapporteur*

**M. Bertrand BLANCHETON**,  
Professeur des universités, Université de Bordeaux, *co-directeur*

**M. Christian BORDES**,  
Professeur des universités, Université Paris 1 Panthéon Sorbonne, *co-directeur*

**M. Samuel MAVEYRAUD**,  
Professeur des universités, Université de Bordeaux, *examineur*

**M. Antoine PARENT**,  
Professeur des universités, Sciences Po Lyon, *rapporteur*

### **Colophon**

Le document final comporte 430 pages dont 373 pour le texte principal. La bibliographie contient 717 références.

Citation : FRANÇOIS CHOUNET (2016), *Endettement public et crédibilité des accords monétaires, l'expérience de l'entre-deux-guerres*, Thèse de doctorat, Université de Bordeaux. 430 pages.

---

---

## **Endettement public et crédibilité des accords monétaires, l'expérience de l'entre-deux-guerres**

**Résumé :** Pour comprendre les enjeux liés à l'endettement public dans la crédibilité des accords monétaires dans le cas de l'entre-deux-guerres, nous étudierons l'influence de l'endettement public sur l'étalon-or, de sa fondation dans la seconde moitié du XIXe siècle, à son abandon au cours de la grande dépression. La qualité des finances publiques, en particulier l'endettement public, fut déterminante dans la capacité d'une nation à adhérer à cet accord monétaire. L'endettement public joua aussi un rôle décisif dans la fin de ces systèmes monétaires, à l'issue de la Grande Guerre et lors de la grande dépression. Dans un second temps, notre démarche consistera à comprendre les mécanismes qui conduisirent l'endettement public à être en partie responsable de la fin de l'étalon de change-or et de l'émergence de nouveaux blocs monétaires dans les années trente. Face à la grande dépression, les modalités d'organisation et de fonctionnement de cet accord monétaire, rendirent impossible son maintien. Si les variables économiques et politiques furent déterminantes dans son abandon, celles d'endettement public jouèrent aussi. Après avoir décrit les modalités de sortie de l'étalon de change-or, nous montrerons les mécanismes théoriques qui lient les crises monétaires et les crises d'endettement et les appliquerons à la grande dépression. Nous étudierons en particulier le cas de la France. Nous montrerons à l'aide d'un modèle de durée, l'influence de la dette publique dans le maintien des parités-or pendant la crise. Enfin, nous verrons comment de nouveaux blocs monétaires se formèrent.

**Mots-clés :** endettement public, accords monétaires, entre-deux-guerres, grande dépression

---

---

## **Public Debt and Credibility of Monetary Agreements Between the World Wars**

**Abstract :** To understand the challenges linked to public debt in credibility of monetary agreements between the World Wars, we shall study influence of public debt on the gold standard, from its foundation in the second half of the XIXth century to end during the Great Depression. The quality of public finances, in particular the public debt, was determining in the capacity of a nation to subscribe to this monetary agreement. The public debt also had a decisive role in the end of these monetary systems, at the end of World War I and during the Great Depression. In a second part, our approach will consist in understanding mechanisms which led public debt to be partly accountable for the end of the gold-exchange standard and the rise of new monetary blocks in the thirties. Facing the Great Depression, the modalities of organization and functioning of this monetary agreement, made impossible to sustain it. If economic and political variables were determining in its end, variables linked to public debt played too. Having described modalities of release of gold-exchange standard, we shall show the theoretical mechanisms which link monetary crisis and debts crisis and we will applied them to the Great Depression. We will study in particular the case of France. We shall show using a duration model, influence of public debt in preservation of gold parity during the crisis. Finally, we shall see how new monetary blocks formed.

**Keywords :** Public debt, monetary agreements, great depression, between the World Wars, monetary regimes

---

**Groupe de Recherche en Économie Théorique et Appliquée (GREThA)**

UMR CNRS 5113 - Avenue Léon Duguit - 33608 Pessac - France

À la mémoire d'Alban Denuit.

## Remerciements

Je tiens à exprimer ma profonde reconnaissance à Monsieur le professeur Bertrand Blancheton qui m'a aidé par ses conseils et encouragements à mener ces recherches, ainsi qu'à Monsieur le professeur Christian Bordes qui m'a ouvert la voie vers ce sujet.

Mes remerciements s'adressent aussi à tous ceux qui m'ont apporté leurs aides, au cours de ce travail : les membres du Centre de recherche du GREThA, les membres de la bibliothèque du GREThA et du Centre de recherche d'économie ainsi que Monsieur le professeur Frédéric Poulon, LAREFI, Université de Bordeaux .

Je remercie aussi tous ceux qui m'ont conduit vers ce travail de recherche. Tout d'abord les enseignants de la classe préparatoire du lycée Gustave Eiffel et particulièrement Monsieur Didier Burgin ; puis les enseignants de l'ENS Cachan et notamment son directeur au moment de mes études, Monsieur Nicolas Drouhin ; et enfin mes professeurs à Paris Panthéon-Sorbonne, Monsieur Gunther Capelle-Blancard, directeur du master de recherche et particulièrement Monsieur Christian Bordes qui m'a orienté vers ce sujet.

Merci aussi à ma famille, mes parents, ma sœur Bénédicte pour l'aide et le soutien qu'ils m'ont apportés et à mes amis, particulièrement Sébastien Capron pour ses conseils avisés ainsi que les doctorants du GREThA, notamment Hui Hui Ding, Romain Jourdheuil et Dan Tran.



« *L'or.*

*L'or l'a ruiné.*

*Il ne comprend pas. »*

L'or. Blaise Cendrars.



# Sommaire

<b>Introduction générale</b>	<b>1</b>
<b>I L'influence de l'endettement public sur l'étalon-or, de son émergence à sa fin au cours de la grande dépression</b>	<b>17</b>
<b>1 L'étalon-or au XIXe siècle</b>	<b>19</b>
I L'émergence et la diffusion de l'étalon-or, 1870-1914 . . . . .	21
II L'étalon-or en théorie . . . . .	35
III L'étalon-or dans les faits . . . . .	39
IV Le fonctionnement en pratique de l'étalon-or . . . . .	42
<b>2 Les bouleversements de la Première Guerre mondiale</b>	<b>55</b>
I Le régime d'étalon-or dans la Première Guerre mondiale . . . . .	60
II les conséquences politiques et économiques de la guerre . . . . .	89
<b>3 Le retour à l'or, l'étalon de change-or</b>	<b>107</b>
I Le retour à l'or, différentes expériences nationales . . . . .	109
II Les conséquences des différentes trajectoires de stabilisation . . . . .	140
III L'étalon de change-or . . . . .	145
<b>4 Le déclenchement de la grande dépression</b>	<b>161</b>
I Un environnement déflationniste . . . . .	166
II Le déclenchement de la dépression . . . . .	179
III L'approfondissement de la dépression . . . . .	187
<b>II Les mécanismes de l'influence de l'endettement public sur les accords monétaires</b>	<b>207</b>
<b>1 Les facteurs traditionnels</b>	<b>211</b>
I L'impossible maintien du régime d'étalon de change-or . . . . .	213

---

II	La nécessité d'abandonner une contrainte . . . . .	225
<b>2</b>	<b>le rôle de l'endettement public</b>	<b>259</b>
I	Défauts généralisés au cours de la grande dépression . . . . .	261
II	Crises monétaires et crises d'endettement . . . . .	280
III	Dette publique et abandon de l'étalon de change-or, une analyse de durée .	311
<b>3</b>	<b>Les blocs des années trente</b>	<b>323</b>
I	L'apparition de différents blocs . . . . .	325
II	Les facteurs de regroupement en blocs . . . . .	348
	<b>Conclusion générale</b>	<b>373</b>
	<b>Liste des tableaux</b>	<b>377</b>
	<b>Liste des illustrations</b>	<b>379</b>
	<b>Table des matières</b>	<b>381</b>
	<b>Bibliographie</b>	<b>387</b>
<b>A</b>	<b>Bibliographie</b>	<b>387</b>

# Introduction générale

LA CRISE qui frappe le monde aujourd'hui débuta par le dégonflement d'une bulle immobilière aux États-Unis et l'effondrement du marché des *subprimes*. À partir de cette date, la crise connut différentes phases. Bordes et Clerc (2011) en distinguent quatre. La première, du déclenchement de la crise en août 2007 à septembre 2008, correspondit à une période de turbulences financières importantes au cours de laquelle le marché interbancaire fut paralysé, en particulier en Europe. Ces désordres prenaient leur source dans les incertitudes sur la qualité du bilan des banques. Les banques centrales baissèrent alors leurs taux et approvisionnèrent le marché en liquidité. Puis avec la faillite de Lehman Brothers le 15 septembre 2008, la crise entra dans une seconde phase, passant de turbulences financières à une crise économique et financière internationale. Les banques centrales, dont la Banque Centrale Européenne (BCE), réduisirent leurs taux à des niveaux historiquement bas et se lancèrent dans des politiques monétaires non conventionnelles. La Réserve Fédérale (Fed) mena cependant une politique plus agressive que la BCE, tant en matière de baisse des taux d'intérêt, que d'action directe sur les marchés à travers ses opérations de *quantitative easing*. La politique budgétaire fut aussi mise à contribution. Au sommet du G20 de Washington en novembre 2008, les gouvernements s'engagèrent à utiliser leur politique budgétaire pour contenir l'effet contractionniste de la crise financière. Dès 2009, la grande majorité des pays lança des politiques budgétaires expansionnistes, faisant ainsi augmenter leurs dettes publiques (Wyplosz [2014a]). Ces mesures prirent parmi d'autres, la forme de garantie des dépôts et de recapitalisation des banques par les États, dans le but de soutenir les systèmes financiers nationaux et assurer des conditions de financement appropriées de l'économie réelle. Cette seconde phase prit fin en décembre 2009 et s'ouvrit sur une nouvelle qui dura jusqu'en mai 2010. Cette dernière concorda avec une période d'amélioration temporaire de la situation sur les marchés financiers. La légère reprise économique observée en 2009 amena la BCE à annoncer à la fin 2009, la suppression progressive des mesures décidées lors de la phase précédente. Mais à partir de mai 2010, une quatrième phase se déclencha avec la réapparition de tensions sur certains compartiments des marchés financiers, en particulier sur le marché des obligations d'État de la zone euro. La crise des dettes souveraines éclatait. Les garanties des dépôts

accordées et la recapitalisation des banques, s'étaient accompagnées d'un transfert du risque bancaire vers le risque public, avec une incidence directe sur le déficit et la dette des États (Merler et Pisani-Ferry, [2012]). Avec la récession et de nouvelles crises bancaires dans certains pays, la dégradation des soldes budgétaires s'accéléra donc. Entre 2008 et 2011, la dette publique augmenta de plus de 20 % du produit intérieur brut (PIB) pour les membres de l'Organisation de coopération et de développement économique (OCDE). Pour les membres de la zone euro, en 2009, à la veille de cette crise de la dette, leur endettement public total était de l'ordre de 80 % du PIB. En 2015, il est proche de 100 % et excède ce nombre pour six de ces membres, la Belgique, Chypre, la Grèce, l'Irlande, l'Italie et le Portugal. L'Espagne et la France se rapprochent elles de ce chiffre. L'Irlande par exemple, vit sa dette publique passer de 25 % de son PIB fin 2007, à 108 % en 2011 et 115 % fin 2014. Selon le Fonds monétaire international (FMI), la crise bancaire qui frappa ce pays et qui nécessita l'octroi du soutien public au système financier, fut responsable d'une hausse de la dette publique irlandaise de 40 % du PIB<sup>1</sup>. Dans le cas de la Grèce, l'endettement public est passé d'un peu plus de 100 % du PIB fin 2007, à 175 % en 2015. Entre 2009 et 2013, les dettes publiques de l'Espagne, de la Grèce, de l'Irlande et du Portugal, doublèrent ou quasi doublèrent. À partir du milieu de l'année 2010, des tensions apparurent alors sur le marché des titres d'État. Les écarts de rendement des obligations à dix ans de certains États de la zone euro par rapport aux obligations de l'État allemand se creusèrent rapidement. Cette montée des *spreads* s'explique par les préoccupations croissantes des marchés quant à la viabilité des finances publiques de certains pays de la zone euro, dans un contexte de hausse des déficits et de la dette publique. Ces tensions se répercutèrent à d'autres compartiments des marchés financiers et les conditions de liquidité se détériorèrent alors sur les marchés de la dette souveraine, mais aussi sur les marchés monétaires. Les opérations sur le marché interbancaire ralentirent et l'incertitude des banques concernant la solvabilité de leurs contreparties s'accrut (Bordes et Clerc [2011]). Certains pays qui avaient abordé la crise avec des taux d'endettement élevés furent perçus comme fragiles par les marchés financiers. Leur attention se porta dans un premier temps sur la Grèce, et lorsque celle-ci révéla que sa dette souveraine avait été sous-évaluée par les précédents gouvernements, la crise éclata, et les taux d'intérêts sur

---

1. D'après le Moniteur des Finances publiques, septembre (2011).

sa dette augmentèrent à des niveaux intolérables. Par contagion, la crise gagna ensuite l'Irlande et le Portugal. Les taux de leurs obligations d'État atteignirent des niveaux qui les excluaient *de facto* de recourir au financement de marché. Les taux obligataires grecs à deux et dix ans étaient par exemple de 18,26 % et 12,45 % le 7 mai 2010. L'Espagne et l'Italie furent elles aussi touchées, mais les primes de risque associées à leurs titres par rapport à ceux allemands, étaient quelque peu plus soutenables. La solvabilité de certains États était alors mise en doute par les marchés financiers, et le risque d'un défaut souverain apparut. Ces pressions sur les dettes publiques menacèrent alors même la viabilité de l'union monétaire européenne, faisant craindre une sortie de cet accord monétaire pour certains de ses membres, voire sa fin. La Grèce, fut probablement la plus proche de ce dessein et un *Grexit* fut fortement envisagé.

Pour remédier à cette crise, plusieurs réponses furent apportées. La Grèce, et par la suite les autres nations frappées par les problèmes de soutenabilité de leurs dettes publiques, demanda l'aide du FMI, de la Commission européenne et de la BCE. Des prêts et une réduction de leurs dettes publiques leur furent accordés en contrepartie de mesures d'austérités visant à réduire leurs ratios d'endettement et leurs déficits budgétaires, alors de 13,6 % en 2009 en Grèce (bulletin du FMI, [mai 2010]). Puis, pour permettre une détente des taux d'intérêt sur les titres de dette de certains États, deux instruments furent créés : le Fonds de stabilisation financière européen (FSFE) et le Programme pour le marché de titres (*Securities Market Program, SMP*). Le premier est un fonds garanti par les 16 membres de la zone euro d'alors. Il fut transformé à partir de 2010 pour prendre effet en 2012, en un Mécanisme européen de stabilité (MES), organisme permanent aux fonctions élargies. Le second correspond à un programme d'achat d'obligations d'États par les 16 banques centrales à l'initiative de la BCE. Ces achats doivent être strictement limités aux marchés secondaires. Le montant d'achat est déterminé par le Conseil des gouverneurs et est stérilisé.

Ces décisions prises en 2010 permirent alors un certain relâchement des tensions sur les marchés des titres de dette, puisqu'après les déclarations des gouvernements de la zone euro et de la BCE, les taux obligataires grecs à deux et dix ans, baissèrent de 1000 points de base (pb) et de 450 pb dans la journée et atteignirent 7,53 % et 7,76 %. Mais sur l'année 2010, les rendements grecs, irlandais et portugais à échéance de dix ans restaient

élevés, atteignant respectivement 12,47 %, 9,06 % et 6,60 %.

Au niveau de l'activité, l'année 2010 fut caractérisée par une reprise modérée de l'activité dans la zone euro, la croissance atteignant en rythme annuel au quatrième trimestre 2 %. Mais au cours de l'été 2011, des tensions sur les dettes de certains membres de la zone euro se firent à nouveau fortes. En avril 2011, le Portugal demandait alors à son tour, après la Grèce et l'Irlande, l'aide du FMI et de l'Union européenne pour financer sa dette. La suspicion se portait ensuite sur l'Espagne, l'Italie et dans une moindre mesure la France.

La BCE répondit alors à ces nouvelles tensions par un nouveau programme d'achat de titres souverains, intitulé Opérations monétaires sur titres (MT, *Outright Monetary Transactions*). Ce programme lancé en septembre 2012, répondait à une annonce du président de la BCE, M. Draghi, faite en juin de cette même année, selon laquelle la Banque interviendrait de façon illimitée sur le marché secondaire de la dette publique. L'objectif était alors de réduire les primes de risques de liquidité et systémique, pour alléger le fardeau de la dette en faisant baisser les taux d'emprunts courts. Ce programme ne devrait cependant pas affecter la prime de risque crédit, la dette en pourcentage du PIB restant inchangée (Bordes, [2012]). Les États bénéficiant de cette mesure devaient avoir préalablement fait une demande d'aide auprès du MES et étaient donc soumis à un programme d'ajustement. Cette mesure permit une détente immédiate sur les marchés des dettes souveraines. En effet, en agissant de la sorte, la BCE indiquait clairement qu'elle n'acceptait pas que les taux d'intérêt soient si élevés et qu'elle fixait donc un plancher en dessous duquel la valeur des dettes ne pouvait plus tomber (Wyplosz [2014a]).

La crise des dettes souveraines entraînait ainsi selon ce dernier auteur, dans une seconde phase. Par cette décision, la BCE affirmait son rôle de prêteur en dernier ressort, bien qu'il soit conditionnel. La baisse des primes de risque qui suivit ces mesures indiqua que les marchés financiers ne craignaient plus le risque d'un défaut souverain ou l'éclatement de la zone euro. Mais bien qu'elles diminuèrent, à l'issue de cette période, l'endettement public des nations européennes s'était accru et restait donc élevé. Si le nouveau rôle de prêteur en dernier ressort de la BCE était intégré, ce n'était pas pour autant que la soutenabilité des dettes était assurée, comme les tensions sur la dette grecque de cette fin 2015 nous l'ont rappelé. Cette période fut de plus caractérisée pour les membres de la zone euro,

par une rechute de l'activité à partir de 2011, alors que les autres pays industrialisés en dehors de cette zone monétaire, comme les États-Unis ou le Royaume-Uni, voyaient leur reprise économique s'affirmer.

Ces tensions sur les dettes publiques, qui atteignirent leur paroxysme entre 2010 et 2012, faillirent mener plusieurs États aux défauts (la Grèce, fit partiellement défaut sur une partie de sa dette dans le cadre de renégociations) et menacèrent la viabilité de l'union monétaire européenne. Les tensions tirent leur principale origine dans le manque de discipline budgétaire des membres de l'union monétaire européenne, selon Wyplosz (2014b). Malgré l'existence de contraintes, comme le prévoit le traité de Maastricht en 1992, stipulant que les États membres ne devaient pas réaliser de déficits budgétaires supérieurs à 3 % du PIB et que leurs dettes publiques ne devaient pas dépasser 60 % du PIB, contraintes réaffirmées par le Pacte de Stabilité et de Croissance en 1997, les nations de la zone euro abordèrent la crise avec une dette trop élevée selon Wyplosz (2014b). Avec la crise financière, leur endettement public augmenta très fortement. Les menaces de défaut et de sortie de l'euro de certains de ces pays, communiquèrent ces tensions sur les dettes publiques à de nombreux autres participants. Le manque de coordination des politiques économiques, comme le soulignent parmi d'autres, Bénassy-Quéré et Ragot (2015), aggravèrent alors cette situation. De nouvelles mesures budgétaires furent donc prises, visant à limiter davantage la possibilité des gouvernements de réaliser des déficits. Parmi celles-ci, le « *six pack* », ensemble de cinq règlements et d'une directive proposé par la Commission européenne et approuvé par les 27 États membres de l'Union européenne en 2011. L'essentiel de ces mesures fut par la suite repris pour les participants de la zone euro par le Traité sur la stabilité, la coordination et la gouvernance au sein de l'Union économique et monétaire, entré en vigueur en janvier 2013. Cet accord vise à instaurer encore davantage de discipline budgétaire au sein de la zone monétaire. Les éléments saillants de ce texte sont l'imposition d'une « règle d'or », c'est-à-dire une règle fixant au gouvernement l'obligation de voter des budgets à l'équilibre, et son inscription « de préférence » dans la Constitution. En cas de déficits « non autorisés », ceux-ci doivent être automatiquement corrigés. Et enfin, l'établissement de sanctions quasi automatiques par la Cour de justice de l'Union européenne en cas de déficits excessifs ou si les ordres juridiques nationaux ne reprennent pas le critère de la « règle d'or ».

Cependant, comme le conclut Wiplosz, le rôle de prêteur en dernier ressort de la BCE n'a toujours pas été testé, les endettements demeurent élevés, les nouvelles contraintes budgétaires et d'endettement restent vagues et l'activité n'a toujours pas repris dans la zone euro, le risque d'une nouvelle intensification de la crise des dettes souveraines menaçant la viabilité même de la zone euro n'est pas à exclure.

Ainsi, au cours de la crise qui frappe actuellement la zone euro, les niveaux d'endettement et donc la soutenabilité de la dette publique, menacent fortement la crédibilité de cet accord monétaire, par les risques de sortie de certains de ces participants, voire l'éclatement de la zone monétaire elle-même. Nous pouvons donc nous interroger sur le rôle de l'endettement public dans la crédibilité des accords monétaires. L'objet de cette étude sera donc de répondre à cette question à travers le cas de l'entre-deux-guerres.

Le choix de cette démarche historique peut être inspiré par Schumpeter (1954, p. 37), selon lequel, « personne ne peut espérer comprendre les phénomènes économiques d'aucune époque, y compris de l'époque actuelle, à moins de posséder une maîtrise convenable des *faits* historiques et une dose convenable de *sens* historique ou de ce que l'on peut définir comme *expérience historique* ».

L'histoire est émaillée de nombreux accords monétaires. Sans remonter jusqu'au solidus romain, le XIXe et XXe siècle abondent de ce type d'accords. Ceux-ci peuvent être distingués selon leur intensité et le type de participants qu'ils comportent. Nous reprendrons ici les définitions de Bordo et Jonung (1997, 1999). Ils suggèrent que l'histoire des unions monétaires est mieux appréhendée selon une distinction entre unions nationales et unions internationales. Cette première forme d'accord correspondrait à ce que différentes régions d'un même pays partagent la même monnaie. Plusieurs exemples peuvent illustrer cette démarche. Les États-Unis formèrent ainsi une union monétaire nationale en 1789 après leur révolution d'indépendance. La Constitution établie à cette date donnait le seul pouvoir au Congrès de frapper la monnaie. Le Coinage Act en 1792 définit le dollar en or et en argent, et l'établissement d'un hôtel de frappe national à Philadelphie cette même année, confirma la fondation effective de cette zone monétaire. Au cours de la Guerre de Sécession, entre 1861 et 1865, les États confédérés é mirent leur propre monnaie, menaçant de ce fait l'unité monétaire américaine. Mais avec leur défaite, ces billets en circulation furent déclarés illégaux en avril 1865, rétablissant ainsi l'union monétaire



naionale américaine. Ce pays n'établit cependant une banque centrale de manière durable qu'au début du XXe siècle, après les tentatives avortées de 1791-1811 et 1816-1836. Un autre cas d'union monétaire nationale fut celui qui intervint au cours de l'unification italienne de 1848 à 1871 (la période plus courte de 1859 à 1861 peut aussi être retenue). L'unité monétaire de l'Italie eut lieu en 1862. Elle fit suite à un processus transitoire au cours duquel quatre monnaies remplacèrent les 90 différentes ayant cours légal dans le « pays ». En 1862 la lire fut alors créée sur le modèle de la lire sarde et les quatre monnaies encore utilisées furent abolies et remplacées. L'Italie ne se dota pas cependant immédiatement d'une autorité monétaire unique et plusieurs banques régionales gardèrent le droit d'émettre de la monnaie. Enfin, nous pouvons également citer l'exemple de l'unification monétaire allemande, qui eut lieu également au cours du processus d'unification politique de ce pays. Deux dates peuvent être retenues pour cette union monétaire. Holtfrerich (1993) retient l'année 1857, lorsque la frappe des monnaies allemandes fut unifiée. Kindleberger (1990a) propose lui l'année de la création de la Reichsbank, comme date de l'unité monétaire allemande. Elle fit suite à la création du mark en 1873. Ainsi différents cas d'unions monétaires nationales, notamment au cours du XXe siècle peuvent être soulignés. Ce type d'accord monétaire, sur une base nationale, se distingue par le fait que les souverainetés politiques et monétaires sont étroitement liées. Les frontières de l'État-nation et celles de l'espace monétaire sont exactement les mêmes. La sortie d'un tel accord monétaire est donc difficilement envisageable pour un de ses membres, celui-ci n'ayant aucun pouvoir souverain. Si l'union s'oppose à sa sortie, il ne peut donc pas la quitter, même s'il en a la volonté, car il n'en a pas le pouvoir (il ne dispose pas de puissance militaire notamment). Parmi ces trois exemples d'unions monétaires nationales, les États-Unis ont dû faire face à une tentative de sortie politique et monétaire de leur union. Celle-ci s'est alors traduite par une guerre civile destructrice, que la région sécessionniste perdit.

La seconde forme d'accords monétaires correspond à une coopération monétaire entre différents États souverains. Celle-ci est fondée sur la détermination d'un taux de change fixe permanent entre différentes monnaies. Une union monétaire internationale est donc l'établissement d'accords monétaires visant à lier les monnaies de différents pays ensemble, par un système de change fixe permanent, crédible. Les monnaies de ces nations sont donc parfaitement échangeables entre elles à un prix fixe. En général, il n'y a pas d'autorité

monétaire commune dans les unions monétaires internationales. Différents exemples de cette forme d'organisation monétaire peuvent être cités. L'Union latine fut un accord monétaire établi à partir de 1865 entre la France, la Belgique, la Suisse, l'Italie puis la Grèce en 1868. L'objet de cette union était d'instituer une organisation monétaire commune, fondée sur le régime bimétallique. Les monnaies de ces pays étaient déterminées sur le modèle du franc (finesse du métal, ratio de conversion entre l'or et l'argent de 15,5, système décimal, *etc.*) et les pièces avaient cours légal dans tous les pays membres. Cet accord monétaire fut cependant rapidement sous tensions, notamment à la suite des problèmes monétaires italiens, qui entraînèrent l'arrivée massive de cette monnaie dévaluée en France. Une conférence eut lieu en 1874 pour tenter de résoudre ces problèmes, mais avec l'avènement de l'étalon-or dans ces pays dans le dernier quart du XIXe siècle, cette organisation monétaire devint obsolète. Son existence légale fut cependant maintenue jusqu'en 1927. L'Union monétaire scandinave est un autre exemple d'accord monétaire international qui émergea en 1873. Elle était composée du Danemark, de la Norvège et de la Suède. Les différentes monnaies de ces pays étaient liées à l'or dans le cadre de l'étalon-or. Mais la particularité de cette union était que les différents billets et pièces nationaux pouvaient circuler librement dans les trois pays et étaient acceptés à leur valeur légale. Un système de compensation entre banques centrales vit également le jour. Au cours de cette période dans la seconde moitié du XIXe siècle, une autre forme d'accords monétaires émergea, l'étalon-or. Ses membres définissaient le poids de leurs monnaies par rapport à l'or et établissaient ainsi un système de change fixe entre eux. Ce système monétaire ne résista pas à la Première Guerre mondiale. Il fut reconstruit au cours des années vingt, sous la forme d'un étalon de change-or, qui disparut lui aussi, avec la grande dépression. Le XXe siècle fut aussi marqué par de tels accords, citons sans être exhaustif, le cas de la Zone franc CFA, de l'Union monétaire des Caraïbes, de la zone euro, *etc.*

Parmi les différentes formes que peuvent revêtir les unions monétaires internationales, une forme extrême de ce type d'accords monétaires correspond à la situation où les membres de l'union abandonnent leurs monnaies au profit d'une commune. Ils utilisent une monnaie unique nouvellement créée, ou celle d'un des participants. La différence entre ces deux formes d'unions monétaires internationales, c'est-à-dire entre celles disposant d'une monnaie unique et celles en ayant maintenu différentes, tient essentiellement aux coûts

de sortie de ces accords monétaires. Les deux présentent des coûts de sortie identiques, correspondant à la perte des gains liés à la participation à de tels accords, principalement l'intensification des échanges commerciaux et financiers. Des coûts de perturbations peuvent également se présenter lors de la phase de transition. Mais dans le cas d'union avec une monnaie unique, des coûts supplémentaires apparaissent, liés à la nécessité d'établir une nouvelle monnaie pour le pays sortant, ainsi que des coûts de conversion. Abandonner une union monétaire internationale dans laquelle les participants partagent la même monnaie présente donc des coûts identiques à ceux d'une union sans monnaie commune, plus des coûts spécifiques, liés aux conversions nécessaires. Mais nous pouvons raisonnablement penser que ces coûts spécifiques sont relativement modérés, par rapport à ceux communs aux deux formes d'accords monétaires internationaux. Les coûts de sortie d'une union monétaire internationale, qu'elle ait ou non une monnaie unique, devraient donc être relativement proches. De plus, ces deux formes d'arrangements monétaires internationaux ne nécessitent pas d'adopter une forme d'organisation particulière de gouvernance de la politique monétaire. Différentes formes d'organisation de la politique monétaire sont possibles. Ainsi, une union monétaire internationale, c'est-à-dire le fait que des pays lient leurs monnaies dans le but d'établir un système de change fixe entre eux, peut se faire soit en gardant des monnaies nationales, soit en adoptant une monnaie unique. La principale différence entre ces deux types d'accords monétaires se fera au niveau des coûts de sortie de cette union. Lorsque les nations partagent la même monnaie, ceux-ci seront un peu plus élevés.

Les unions monétaires nationales et internationales diffèrent par contre entre elles. Elles sont donc plus difficilement comparables. En effet, les régions d'une union monétaire nationale ne possèdent pas de souveraineté politique, elles ne peuvent donc pas quitter l'union monétaire si l'autorité politique de la zone y est opposée. Les unions monétaires internationales, en maintenant la souveraineté politique de leurs participants, permettent elles au contraire une sortie de ces accords monétaires, l'État demeurant souverain. Nous nous intéresserons donc aux accords monétaires internationaux, que nous comprendrons ici, comme le fait que des pays établissent un système de change fixe permanent et crédible entre eux. Le fait qu'ils aient une même monnaie ne sera donc qu'un cas particulier de ces accords monétaires. Nous emploierons donc indifféremment par la suite, les termes union

monétaire et d'accords monétaires, pour désigner le fait que des nations aient lié leurs monnaies entre elles pour établir un système de change crédible.

Parmi les différents accords monétaires internationaux qui marquèrent l'histoire, nous nous intéresserons à ceux de l'entre-deux-guerres. Le choix de cette période est motivé par plusieurs raisons. L'une d'entre elles, est l'importance et la qualité de la littérature se penchant sur cette époque (Bernanke, Bordo, Eichengreen, *etc.*). La disponibilité des données, d'activité, d'emploi, d'endettement, des échanges, *etc.*, est également à prendre en compte. Notons cependant, et prenons-en acte pour la suite, que si de nombreuses données sont disponibles, certaines sont de qualité discutable. Nous pensons surtout aux données de chômage, dont la comptabilisation au cours de l'entre-deux-guerres était parcellaire, en particulier dans certains pays, cette catégorie de la population active n'étant souvent considérée que comme des oisifs, vagabonds, *etc.* (Asselain, [1984]). Les données sur les dettes publiques sont elles aussi à prendre avec précaution, tant leur comptabilisation par les pouvoirs publics de l'époque a pu faire preuve d'approximation. Nous rappellerons les avertissements de Sauvy (1984, 3e vol., p. 5 et p. 16) quant à ses propres données sur la France et les appliquerons à celles que nous utiliserons en général. Il prévenait que « reconstituer l'histoire des finances de cette époque est une rude aventure : comptes médiocrement, sinon déplorablement tenus, absence de définitions des termes et changement de signification dans le temps, lacunes inexplicables, retard considérable des comptes définitifs, *etc.*, *etc.* » et lorsque l'auteur présente ses séries, il rappelle, « voici donc des résultats approximatifs, aussi comparables que possible [...] ».

Enfin, les deux raisons principales pour lesquelles nous nous pencherons sur l'entre-deux-guerres, concernent les caractéristiques des accords monétaires en place au cours de cette période, l'étalon-or, ou plus précisément l'étalon de change-or, ainsi que l'environnement économique de l'entre-deux-guerres, frappé par la grande dépression. Une certaine proximité a été mise en avant dans la littérature entre l'étalon-or, et plus particulièrement celui de l'entre-deux-guerres, l'étalon de change-or, et l'union monétaire européenne. Parmi les auteurs ayant fait ce rapprochement, nous pouvons citer pour les plus récents, sans désir d'exhaustivité, Bordo et James (2014, 2015), Eichengreen (2013), Eichengreen et Temin (2010), Krugman (2013), *etc.*. Ces deux accords monétaires, l'union monétaire européenne et l'étalon-or, se rapprochent en effet par les gains attendus à leurs

formations, c'est-à-dire l'approfondissement des échanges commerciaux et financiers, grâce à la fixité des changes et l'utilisation d'un même standard monétaire, l'or dans le cas de l'étalon-or et l'euro dans celui de l'union monétaire européenne. L'accès aux marchés financiers doit être également facilité par la liberté de circulation des capitaux que ces accords entérinent, notamment pour les nations à la périphérie de ces régimes. Et enfin la réduction des coûts d'endettement, grâce aux garanties de stabilité budgétaire et monétaire que les contraintes de ces accords font peser sur les emprunteurs. En effet, ces deux accords monétaires engagent leurs participants à certaines exigences monétaires et budgétaires. L'orthodoxie monétaire est assurée dans le cas de l'union monétaire européenne par l'objectif de stabilité des prix<sup>2</sup> de la BCE. Pour l'étalon-or, elle est maintenue à travers la contrainte de convertibilité de la monnaie en un équivalent métallique, l'or. Ces deux accords engagent également leurs membres à une orthodoxie budgétaire. En effet, l'existence de déficits budgétaires peut menacer l'objectif monétaire comme le montre par exemple la théorie budgétaire du niveau des prix (Woodford, [2001]). Dans le cas de l'étalon-or, la plupart des États avaient de faibles capacités techniques ou volonté politique pour lever d'importants volumes d'impôts, l'orthodoxie signifiait ainsi en pratique, une contrainte sur la dépense publique (Bordo et James, [2014]). L'héritage des dettes de la Première Guerre mondiale et le problème de leur financement, puis la grande dépression et les déficits budgétaires qu'elle entraîna, furent alors source de tensions pour ce système monétaire. L'union monétaire européenne se place dans un contexte de niveaux de dépenses publiques et d'endettlements publics plus élevés. Mais dans son cas également, les déficits budgétaires et l'endettement public sont une contrainte sur la pérennité de l'union. Dans ce sens, des contraintes furent imposées à ses participants dès le traité de Maastricht en 1992, puis elles furent précisées en 1997 par le Pacte de Stabilité et de Croissance et enfin confirmées en 2013, par le Traité sur la stabilité, la coordination et la gouvernance au sein de l'Union économique et monétaire. Enfin, l'étalon-or et l'union monétaire européenne se rapprochent par les ajustements asymétriques que ces deux accords monétaires imposent à leurs participants en cas de déséquilibres extérieurs (Eichengreen et Temin [2010], De Grauwe [2015]). En effet, en cas de déséquilibre extérieur, les nations expérimentant un déficit de leurs balances extérieures doivent alors mener des politiques déflationnistes, vi-

---

2. L'objectif principal de stabilité des prix de la BCE a été redéfini en mai 2003 et vise un niveau d'inflation proche mais inférieur à 2 %.

sant à diminuer le niveau général des prix et ainsi retrouver leur équilibre externe. Celles qui au contraire connaissent des excédents n'ont aucune incitation à les réduire. La charge de l'ajustement est donc entièrement supportée par les pays déficitaires. Les politiques récessionnistes qu'ils doivent mener ne sont pas contrebalancées par des politiques expansionnistes dans les nations excédentaires. Cette asymétrie des politiques d'ajustement peut alors exercer un fort effet déflationniste au sein de ces accords monétaires.

Ainsi l'étalon-or et sa variante, l'étalon de change-or au cours de l'entre-deux-guerres, sont des accords monétaires pertinents pour tenter de comprendre les difficultés que traverse aujourd'hui la zone euro, au regard de leur certaine proximité de fonctionnement. La période de l'entre-deux-guerres est également appropriée pour cette étude, par certaines des similitudes qu'elle partage avec l'époque actuelle, mais aussi pour ses caractéristiques propres. Différentes phases nous semblent intéressantes au cours de cette période. Une première, correspondant aux années vingt, au cours de laquelle la plupart des nations rétablirent l'étalon de change-or après l'avoir abandonné à l'issue de la Première Guerre mondiale. Cette période correspondit donc au rétablissement de cet accord monétaire, et comme nous le verrons, l'endettement public joua un rôle prépondérant dans la disposition des nations à y parvenir. La seconde phase de l'entre-deux-guerres, celle des années trente, correspondit au déclenchement de la grande dépression et à son approfondissement. Cette période vit alors la fin de l'étalon de change-or et la formation de différents blocs monétaires. Comme nous le verrons également, la dette publique sembla là aussi, être un facteur déterminant dans la fin de cet accord monétaire. L'ampleur et l'intensité de la grande dépression en font de plus un élément d'étude remarquable, tant les forces économiques qui entrèrent en jeu furent d'une telle violence. Pour Bernanke (2000, p. 5), comprendre cette crise serait alors le Saint Graal de la macroéconomie. La profondeur de la crise actuelle, en particulier celle qui frappe la zone euro, ferait alors de la grande dépression un élément de comparaison pertinent pour tenter de mieux comprendre, appréhender la situation actuelle. Ce rapprochement a été de très nombreuses fois fait, par des auteurs comme Almunia, *et al.* (2010), Bordo (2008), Bordo et James (2010), De Grauwe (2010), Eichengreen (2011, 2013), Grossman et Meissner (2010), *etc.*). L'entre-deux-guerres fut donc une période profondément marquée par les crises, qu'elles soient financières, monétaires, budgétaires, d'endettements, politiques, *etc.*, que ce soit

au cours des années vingt ou de la décennie suivante, les années trente, avec la grande dépression. L'endettement y joua un rôle particulier comme nous le verrons, faisant de l'étude des accords monétaires de cette époque, un sujet qui nous semble pertinent.

Pour comprendre les enjeux liés à l'endettement public dans la crédibilité des accords monétaires, dans le cas de l'entre-deux-guerres, notre démarche consistera dans un premier temps, à montrer le rôle de l'influence de l'endettement public sur l'étalon-or, de sa fondation dans la seconde moitié du XIXe siècle, à son abandon définitif au cours de la grande dépression. Nous verrons pour cela, que la qualité des finances publiques, en particulier la gestion des déficits budgétaires et de l'endettement public, fut une variable déterminante dans la capacité d'une nation à adhérer à cet accord monétaire. L'étude de l'émergence de l'étalon-or au XIXe siècle, ainsi que celle de son rétablissement sous la forme de l'étalon de change-or dans les années vingt, nous en fournirons la démonstration. En effet, les pays dont la solidité des finances publiques n'était pas assurée lors de ces deux périodes, peinèrent à adhérer à ces accords monétaires. Nous verrons également que l'endettement public joua un rôle décisif dans la fin de ces systèmes monétaires, à l'issue de la Première Guerre mondiale pour l'étalon-or et lors de la grande dépression pour l'étalon de change-or. L'importance des dettes publiques accumulées au cours de la Grande Guerre et le problème de leur financement, notamment par leur monétisation pendant et après le conflit, conduisirent à l'impossibilité de maintenir les valeurs internes et externes des monnaies nationales. L'étalon-or dut alors être abandonné. Nous montrerons à travers l'étude des corrélations de change au cours de la guerre, que si ce régime monétaire réussit à être maintenu en apparence lors du conflit et permit de financer une partie des dépenses de guerres par un endettement public, le maintien de sa valeur externe, reflétée par les taux de change n'était plus crédible elle. Cette étude a été réalisée avec M. Maveyraud. Les dettes héritées de la guerre et les réparations imposées au vaincu, influencèrent également l'étalon de change au cours de l'entre-deux-guerres, en minant la coopération entre nations par les conflits qu'elles laissèrent perdurer. Lorsque la grande dépression se déclencha, la difficulté de la mise en place d'un cadre coopératif, limita le champ des réponses possibles à apporter à cette crise et conduisit à l'abandon du carcan de l'étalon de change-or.

Dans un second temps notre démarche consistera à analyser, comprendre, déterminer, les mécanismes qui conduisirent l'endettement public à être en partie responsable de la

fin de l'étalon de change-or et de l'émergence de nouveaux blocs monétaires dans les années trente. Nous verrons que face à la grande dépression, les modalités d'organisation, de fonctionnement et de régulation de l'étalon de change-or, rendirent impossible le maintien de cet accord monétaire. Si les variables économiques et politiques furent déterminantes dans la décision d'un pays d'abandonner ce système monétaire, celles d'endettement public jouèrent également. Après avoir décrit les différentes sorties de l'étalon de change-or par ses participants et leurs modalités, nous montrerons les mécanismes théoriques qui lient les crises monétaires et les crises d'endettement et les appliquerons à la grande dépression. Nous étudierons alors en particulier le cas de l'endettement public français et ses conséquences sur le maintien de ce régime monétaire par ce pays. Ce travail prend part à une étude plus large de la dette publique française en cours de l'entre-deux-guerres, étude qui a fait le cas d'un chapitre dans un ouvrage collectif dirigé par M. Lutfalla à paraître prochainement. Nous montrerons également, à l'aide d'un modèle de durée (*duration analysis*), l'influence de la dette publique dans le temps de maintien de la convertibilité-or pendant la crise. Ce type de modèle a été utilisé en particulier par Meissner (2005) pour déterminer les facteurs à l'origine de la formation de l'étalon-or. Wandschneider (2008) recourt également cette méthode pour mettre en avant l'importance des facteurs politiques dans la décision d'un pays d'abandonner la convertibilité-or de sa monnaie au cours de la grande dépression. Enfin, nous verrons comment à l'issue de l'effondrement de l'étalon de change-or, de nouveaux blocs monétaires se formèrent et quels furent les motifs à l'origine de ces regroupements.

Pour cela nous verrons dans une première partie, l'influence de la dette publique sur l'étalon-or, de son émergence à sa fin au cours de la grande dépression. Nous montrerons dans un premier chapitre, comment et pourquoi cet accord monétaire se diffusa dans la seconde moitié du XIXe siècle, ainsi que son fonctionnement. Dans un second chapitre, nous étudierons comment il affronta la Première Guerre mondiale et finit par disparaître sous l'ampleur de ce choc. Nous verrons aussi les conséquences économiques et politiques qu'entraîna cette guerre, conséquences qui marqueront l'entre-deux-guerres et influenceront les nouveaux accords monétaires établis au cours de cette période. Puis dans un troisième chapitre, montrera comment un nouvel accord monétaire émergea lors des années vingt, l'étalon de change-or. Le rétablissement des convertibilité-or fut marqué par des trajec-



toires nationales variées, conséquence des dettes publiques héritées de la guerre. Enfin, un quatrième chapitre se penchera sur le déclenchement de la grande dépression et son approfondissement. Nous verrons notamment le rôle qu'y tient de l'étalon de change-or.

Puis dans une seconde partie, nous analyserons les mécanismes qui conduisirent l'endettement public à entraîner la fin de l'étalon de change-or et l'apparition de nouveaux blocs monétaires dans les années trente. Un premier chapitre sera consacré aux facteurs traditionnels permettant d'expliquer la fin de cet accord monétaire. Nous y verrons en particulier les contraintes des triangles des incompatibilités économiques et politiques. Nous verrons également que l'abandon de l'étalon de change-or fut une condition nécessaire mais non suffisante pour sortir de la grande dépression. Dans un second chapitre nous étudierons le rôle particulier de la dette publique dans la fin de ce système monétaire. Cela à travers l'étude de la situation de la France, ainsi que par un modèle d'analyse de durée. Enfin, le troisième chapitre sera consacré à l'émergence des blocs des années trente et à la compréhension des facteurs ayant poussé à leur formation.



## Première partie

L'influence de l'endettement public  
sur l'étalon-or, de son émergence à sa  
fin au cours de la grande dépression



## CHAPITRE 1

# L'étalon-or au XIXe siècle

---



La période classique de l'étalon-or, de sa généralisation dans le dernier quart du XIX<sup>e</sup> siècle, à la Première Guerre mondiale, fut considérée par les observateurs de l'entre-deux-guerres, comme une époque de grande prospérité pour les économies industrialisées. Le monde est alors dominé par la puissance économique, financière et commerciale de l'Empire anglais. Les empires français et allemand prospèrent eux aussi. L'industrialisation est en marche, porteuse de progrès. L'activité, le commerce entre nations et les mouvements financiers internationaux se développent rapidement. L'intégration économique internationale, à la fois sur les plans financiers, commerciaux et aussi humains, atteint alors un zénith qui ne sera retrouvé qu'un siècle plus tard, à partir des années 1990. Cette période est considérée comme celle de la première mondialisation. Et comme un possible facteur de cet essor, on trouve le système monétaire international, organisé autour de l'étalon-or. En offrant la fixité des changes, l'équilibrage des balances des paiements et la stabilité des prix, il était ainsi considéré comme responsable d'une grande stabilité monétaire, propice au développement économique. Mais ce régime monétaire ne fonctionna pas aussi harmonieusement que cela a pu être mis en avant. Si les nations au cœur du système connurent une certaine stabilité monétaire, il n'en fut pas toujours de même pour celles à sa périphérie. Leur transition vers cet accord monétaire, puis son maintien, furent ponctués de crises qui les obligèrent à abandonner l'étalon-or. Et parmi les facteurs déterminants dans la crédibilité de l'adhésion de ces nations à l'étalon-or, le développement financier et en particulier la capacité à gérer les déficits budgétaires et l'endettement public furent essentiels. Nous verrons donc dans ce premier chapitre, comment ce système monétaire se généralisa dans le dernier quart du XIX<sup>e</sup> siècle et comment il fonctionna.

## **I L'émergence et la diffusion de l'étalon-or, 1870-1914**

### **I.1 La coexistence de différents régimes de monnaie marchandise**

La période classique de l'étalon-or est généralement considérée s'étendre des années 1880 à 1914, avec la décennie 1870, comme étant celle de profonds bouleversements dans

l'organisation du système monétaire international. En effet, avant cette date, différents régimes monétaires coexistaient. Certaines nations opéraient selon un système de monnaie marchandise, c'est-à-dire que leurs monnaies étaient convertibles à un taux fixe contre une certaine quantité de métal. L'argent, dans le cas de l'étalon-argent, l'or pour l'étalon-or, ou indifféremment dans l'un de ces deux métaux pour l'étalon bimétallique. Mais tous les pays n'adhéraient pas à un tel système et certains ne garantissaient donc pas la convertibilité de leur monnaie, ils fonctionnaient selon un régime de papier monnaie. Les nations aux monnaies convertibles présentaient une grande stabilité de leurs taux de change, et cela, même entre les différents étalons. Les pays aux monnaies inconvertibles voyaient au contraire une grande variabilité de leur change. La principale distinction avant la période d'hégémonie de l'étalon-or, concernait le caractère stable ou non d'une monnaie, donc sa convertibilité ou non, dans un des deux métaux, selon Eichengreen et Flandreau (1996b). Pour ces deux auteurs, cette division s'opérait en grande partie selon le niveau de développement économique des pays. L'état des finances publiques jouait également un rôle, influant sur les besoins de financement des gouvernements et donc la tentation de recourir au financement par seigneurage grâce à l'émission de papier monnaie. Mais cette variable était souvent corrélée à la première. Ainsi, dès avant la généralisation de l'étalon-or, une rupture était visible entre nations aux changes fixes et celles aux changes variables. Cette ligne de fracture s'opérait en grande partie en fonction de la capacité de gestion de la dette publique et des finances publiques plus largement. La grande stabilité des changes entre les différents régimes de monnaies marchandises était assurée selon Flandreau (1994), grâce aux pays ayant adopté l'étalon bimétallique. En effet, normalement le prix relatif de l'or et de l'argent aurait dû varier selon les conditions propres à chacun de ces deux marchés distincts, entraînant ainsi une variation des taux de change des monnaies s'appuyant sur des étalons marchandises différents. Mais la stabilité du cours de ces deux métaux était assurée par les pays opérant en régime bimétallique. Pour eux, il existait un ratio légal d'échange entre l'or et l'argent, de 15,5 contre 1 dans le cas de la France. Lorsque les cours mondiaux s'écartaient de ce rapport, l'importance des stocks métalliques de ces pays, et plus particulièrement celui de la France, permettait de réguler l'offre et la demande, et de ramener les cours vers les parités officielles des pays bimétalliques. Ceux-ci voyaient cependant la composition de leur circulation monétaire or et argent évoluer



selon « ces conditions de marché ». Par exemple, entre les années 1848 et 1870, alors que la production d'or connaissait de profonds bouleversements à la suite de nouvelles découvertes en Californie et en Australie, le ratio commercial entre l'or et l'argent resta stable, le bloc bimétallique, et notamment la France, importait alors de l'or et exportait de l'argent, maintenant ainsi le rapport d'échange stable. Cette dernière enregistrait une augmentation de la circulation d'or au détriment de l'argent. Ainsi, grâce à ces arbitrages presque involontaires, le taux de change entre les différents étalons marchandises demeura stable au cours de cette période.

L'appartenance à un des trois types de régimes convertibles était en grande partie fonction pour un pays, de celui en vigueur chez ses principaux partenaires (Bordo et Schwartz, [1984]). Ainsi, on pouvait distinguer les pays dans la sphère d'influence du Royaume-Uni, c'est-à-dire le Portugal, le Canada, l'Australie, l'Égypte et qui avaient adopté l'étalon-or. Ceux du bloc bimétallique, autour de la France et comprenant notamment la Belgique, l'Italie et la Suisse. Ceux-ci avaient même approfondi leur intégration monétaire en fondant l'Union latine, union qui donnait cours légal aux différentes pièces nationales parmi ses membres. Et enfin, un ensemble sur l'étalon-argent, comprenant les États allemands, les Pays-Bas, l'Autriche et les nations scandinaves. La Norvège, la Finlande et la Suède avaient également intensifié leurs relations monétaires au sein de l'Union monétaire scandinave, qui permettait entre autres, la libre circulation des billets entre membres.

Pays	Étalon	Convertible
<b>Europe</b>		
Royaume-Uni	Or	Oui
France	Bimétallique	Oui
Belgique	Bimétallique	Oui
Suisse	Bimétallique	Oui
Italie	Bimétallique	Non
États allemands Nord, Sud, Hanse	Argent	Oui
Villes Brême	Or	Oui
Pays-Bas	Argent	Oui
Danemark	Argent	Oui
Norvège	Argent	Oui

Pays	Étalon	Convertible
Suède	Argent	Oui
Autriche	Argent	Non
Russie	Bimétallique	Non
Grèce	Bimétallique	Non
Espagne	Bimétallique	Non
Portugal	Or	Oui
Roumanie	Bimétallique	Non
<b>Amérique du Nord</b>		
États-Unis	Bimétallique	Non
Canada	Or	Oui
<b>Amérique Centrale</b>		
Mexique	Argent	Non
Nicaragua	Bimétallique	Oui
Guatemala	Bimétallique	?
Honduras	Pas de système spécifique	?
Salvador	Pas de système spécifique	?
Costa Rica	Bimétallique	?
<b>Amérique du Sud</b>		
Pérou	Bimétallique	Non
Chili	Or	Oui
Brésil	Or	Non
Vénézuela	Bimétallique	Non
Argentine	Bimétallique	Non
<b>Asie et Pacifique</b>		
Inde	Argent	Oui
Chine	Argent	Oui
Indonésie	Argent	Oui
Japon	Argent	Non
Siam	Argent	?

Pays	Étalon	Convertible
Philippines	Bimétallique	?
Australie	Or	Oui
<b>Moyen-Orient</b>		
Empire Ottoman	Or	Non
Égypte	Or	Oui
Perse	Bimétallique	Non

Tableau 1.1 – Régime monétaire de certains pays en 1868.

D'après les données de B.Eichengreen et M. Flandreau, *The Geography of the Gold Standard* (1996)

## I.2 La transition vers l'étalon-or

À partir des années 1870, cette situation évolua et le monde commença à se convertir à l'étalon-or. Si au début de cette décennie seuls quelques pays autour du Royaume-Uni étaient sur l'or, à la veille de la Première Guerre, la plupart des États avaient adopté ce régime monétaire. L'argent n'était alors plus utilisé que par la Chine, le Honduras et quelques nations d'Amérique Centrale. Les monnaies inconvertibles devenaient également rares. En Europe seuls l'Espagne et le Portugal étaient dans cette situation.

Pays	Étalon	Convertible
<b>Europe</b>		
Royaume-Uni	Or	Oui
France	Or	Oui
Belgique	Or	Oui
Suisse	Or	Oui
Italie	Or	Non, no stable currency
Allemagne	Or	Oui
Pays-Bas	Or	Oui
Danemark	Or	Oui
Norvège	Or	Oui
Suède	Or	Oui
Autriche	Or	Non, no stable currency

Pays	Étalon	Convertible
Russie	Or	Non
Grèce	Or	Non, no stable currency
Espagne	Or	Non
Portugal	Or	Oui
Roumanie	Or	Non
<b>Amérique du Nord</b>		
États-Unis	Or	Oui
Canada	Or	Oui
<b>Amérique Centrale</b>		
Mexique	Or	Oui
Nicaragua	Étalon de change-or	Non
Guatemala	Argent(bullion movements limited)	Non
Honduras	Argent	Oui
Salvador	Argent	Oui
Costa Rica	Or	Oui
<b>Amérique du Sud</b>		
Pérou	Or	Non
Chili	Or	Non
Brésil	Or	Non
Vénézuela	Or	Non
Argentine	Or	Oui
<b>Asie et Pacifique</b>		
Inde	Étalon de change-or	Oui
Chine	Argent	Oui
Indonésie	Étalon de change-or	Oui
Japon	Or/Étalon de change-or	Oui
Siam	Étalon de change-or	Oui
Philippines	Étalon de change-or	Oui
Australie	Or	Oui

Pays	Étalon	Convertible
<b>Moyen-Orient</b>		
Empire Ottoman	Étalon de change-or	Oui
Égypte	Or	Oui
Perse	Bimétallique	Oui

Tableau 1.2 – Régime monétaire de certains pays en 1908.

D'après les données de B.Eichengreen et M. Flandreau, *The Geography of the Gold Standard*, (1996).

La transition d'un régime monétaire à un autre ne se passa pas toujours sans heurts. Ainsi, pour adopter l'étalon-or, les nations des standards argent et bimétallique devaient transformer la base métallique de leur système monétaire et augmenter les réserves de métal jaune des autorités responsables de la convertibilité des billets et pièces émis. Les pays aux monnaies inconvertibles devaient stabiliser leurs changes et acquérir le métal nécessaire à la couverture de leurs émissions. Pour y parvenir, trois voies furent empruntées selon Eichengreen et Flandreau (1996b). Certains passèrent de leur régime de monnaie marchandise rapidement, dès les années 1870, et maintinrent leur ancrage or tout au long de la période. Ce fut le cas de l'Allemagne, des Pays-Bas, de la Belgique, de la France, de la Suisse et des pays scandinaves. D'autres adhérèrent à l'étalon-or, mais après avoir connu une période d'inconvertibilité de leurs monnaies, et ne purent stabiliser leur change qu'après avoir acté en général de sa dépréciation. L'Autriche, la Russie et certaines nations d'Amérique Latine connurent cette transition. Leur conversion à l'or se produisit plutôt à partir des années 1890. La troisième voie suivie, fut celle prise notamment par les nations qui opéraient en étalon-argent. L'abandon du bimétallisme, et donc de la fonction d'arbitragiste entre les cours des deux métaux précieux que ce régime remplissait, entraîna la fin de la stabilité des changes entre étalon-or et argent. Le métal blanc se déprécia par rapport à celui doré à la suite des découvertes d'argent des décennies 1860 et 1870, et à la liquidation de leurs stocks par les nouveaux convertis à l'or. Les pays opérant en standard argent virent alors leurs changes chuter, et connurent souvent une phase d'inconvertibilité avant de pouvoir s'ancrer sur l'or à partir des années 1890. Le régime qu'ils adoptèrent en général, fut celui de l'étalon de change-or, c'est-à-dire que leurs monnaies étaient gagées non pas sur du métal, mais sur des devises.

La phase de transition vers l'or ne fut donc pas sans difficulté et s'étendit jusqu'à la

veille de la Première Guerre mondiale. Flandreau, Le Cacheux et Zumer (1998) distinguent d'ailleurs deux sous-périodes dans ce processus. La première, de 1870 à 1890, au cours de laquelle de nombreuses nations tentèrent de se convertir à l'or, mais où seules les plus développées réussirent à maintenir leurs parités. Les autres finirent par connaître à partir de 1890 des crises de change et durent déprécier leurs monnaies. La seconde sous-période s'ouvrit dans cette instabilité et consista pour les pays qui n'avaient pas réussi, ou pas encore tenté leur changement de régime, soit essentiellement les pays de la périphérie, à renouer avec la convertibilité de leurs monnaies. Certains actèrent sa dépréciation, tandis que d'autres tentèrent de regagner ce qui avait été perdu. Finalement, à la veille du premier conflit mondial, la plupart des nations avaient adopté l'étalon-or, excepté le Portugal et l'Espagne en Europe, mais qui avaient tout de même réussi à limiter l'ampleur des fluctuations de leurs monnaies inconvertibles.

<b>Pays</b>	<b>Date d'adoption de la convertibilité-or</b>	<b>Pays</b>	<b>Date d'adoption de la convertibilité-or</b>
Australie	1852	Inde	1899
Canada	1853	Costa Rica	1900
Portugal	1854	Équateur	1900
Argentine	1863, 1883, 1903	Philippines	1903
Uruguay	1863	Straits Settlements ?	1903
Colombie	1971	Siam	1903
Allemagne	1872	Mexique	1905
Suède	1873	Brésil	1906
Danemark	1973	Bolivie	1908
Norvège	1973	Grèce	1910
Pays-Bas	1875	Nicaragua	1912
Finlande	1877	Autriche-Hongrie	-
Belgique	1878	Saint-Domingue	-
France	1878	Haïti	-

Pays	Date d'adoption de la convertibilité-or	Pays	Date d'adoption de la convertibilité-or
Suisse	1878	Bulgarie	-
États-Unis	1879	Chine	-
Turquie	1880	Guatemala	-
Italie	1884	Honduras	-
Égypte	1885	Indonésie	-
Chili	1887, 1895	Paraguay	-
Roumanie	1890	Perse	-
Salvador	1892	Pérou	-
Japon	1897	Espagne	-
Russie	1897	Venezuela	-

Tableau 1.3 – Date d'adoption de l'étalon-or pour certains pays.

Le signe « - » signifie que le pays n'avait pas adopté l'étalon-or avant 1913.

D'après les données de C.Meissner, *A New World Order : Explaining the International Diffusion of the Gold Standard, 1870-1913*, (2005).

Les facteurs déterminants dans ces différents parcours furent selon Eichengreen et Flandreau (1996b), le revenu national, le niveau de concentration de la base métallique à la banque centrale, la taille du pays, l'existence d'arrangements monétaires comme l'appartenance à l'Union latine, l'appartenance à un empire, les guerres, et enfin l'histoire générale des pays. Meissner (2005) essaye également de dégager les éléments qui influencèrent la rapidité d'adoption de l'or. En menant une analyse de durée ("duration analysis"), il souligne l'importance des externalités de réseaux. En effet, les pays qui adoptèrent l'étalon-or le plus rapidement, furent ceux qui réalisaient proportionnellement le plus d'échanges avec les nations déjà sur l'or. L'auteur met aussi en avant l'importance de la qualité du système financier dans la phase de transition. Un système bancaire faible, ou la persistance de déficits budgétaires, tendirent alors à retarder la conversion à l'or.

### I.3 Les raisons de la généralisation de l'étalon-or

Nous venons de voir comment à partir d'une situation stable où coexistaient différents régimes monétaires, le monde se convertit à partir de la décennie 1870 à l'étalon-or. Il reste à comprendre les raisons à l'origine de ce changement. Pour répondre à cette question, nous allons déterminer dans un premier temps pourquoi un régime devint hégémonique, alors que jusque-là plusieurs avaient coexisté et produit un système monétaire international relativement stable. Une fois cela montré, il reste à déterminer pourquoi parmi les différentes monnaies marchandises, ce fut l'or qui s'imposa.

À partir de la deuxième moitié du XIXe siècle, le monde connut une phase d'intégration croissante, qui culmina à la veille de la Première Guerre mondiale. Cette internationalisation des échanges se fit selon trois axes, commerciaux, financiers et humains. On parle de première mondialisation financière pour caractériser cette période (Bairoch, [1993]). Les facteurs à l'origine de l'intensification des flux commerciaux, furent en particulier les traités commerciaux négociés entre nations, notamment le traité Cobden-Chevalier de 1860 entre le Royaume-Uni et la France. L'importance baisse des coûts de transports sur cette période fut aussi un moteur puissant de ce phénomène (Estevadeordal, Frantz, Taylor [2003]). L'intégration financière atteint également des niveaux qui ne seront retrouvés qu'à partir des années 1990. Dans ce contexte d'intensification des échanges entre nations, émergea l'idée que l'adoption d'un unique standard monétaire permettrait d'accroître encore plus cette internationalisation des économies. Un système monétaire unifié permettrait alors de réduire les coûts de transactions lors des échanges internationaux, en éliminant notamment les coûts associés à la variabilité des changes entre différents étalons, ainsi que ceux associés aux transferts entre différents métaux. Et effet, comme le montrent les travaux de Lopez-Cordova et Meissner (2003), l'appartenance à l'étalon-or fut associée avec une augmentation du commerce bilatéral de l'ordre de 30 % entre 1870 et 1913. Ces travaux peuvent être associés avec ceux plus généraux de Rose (2000), qui montrent que les pays appartenant aujourd'hui à une union monétaire, commercent trois fois plus entre eux. De même, de nombreuses études soulignent le lien entre l'appartenance à l'étalon-or et l'importance de l'intégration financière au cours de cette période. Ainsi, selon Bordo et Rockoff (1996), l'appartenance à l'étalon-or était perçue comme un signal de rectitude financière, « a good housekeeping seal of approval » et facilita l'accès des



pays de la périphérie, aux marchés de capitaux internationaux. Ces résultats sont cependant remis en cause par Flandreau et Zumer (2004) par exemple, qui soulignent plutôt l'importance de l'amélioration des fondamentaux économiques des nations à la périphérie dans la diminution des écarts de taux d'intérêt pour les membres de l'étalon-or. Selon ces deux auteurs ce ne serait donc pas l'appartenance à ce système monétaire qui serait responsable de cette plus grande intégration financière, mais les efforts financiers des pays périphériques, en particulier leur meilleure gestion de la dette publique et des déficits budgétaires.

L'importance de partager un même standard monétaire était déjà perçue à l'époque. Ce désir prenait d'ailleurs part à un mouvement général plus vaste, d'uniformisation des systèmes de mesures, *etc.* (Asselain, [1985]). C'est ainsi qu'eurent lieu en juin et juillet 1867 à Paris, une conférence monétaire internationale, la première d'une série, réunissant les représentants de vingt pays, dans le but de débattre des moyens pour atteindre une plus grande harmonisation du système monétaire international, grâce à l'adoption d'un étalon unique et d'une unification des unités de compte. L'adoption de ces mesures devait favoriser l'internationalisation des économies. À l'issue de cette conférence, l'adoption de la pièce de 5 francs-or fut choisie comme unité de référence pour les différentes monnaies nationales. La création d'une pièce internationale de 25 francs, soit l'équivalent de 10 florins autrichiens, 5 dollars américains ou 1 livre anglaise, devait être le pivot et le symbole de cette union (Einaudi, [2000]). Pour cela, certains pays devaient modifier le contenu or de leurs monnaies, notamment les États-Unis et le Royaume-Uni. Les membres de cette conférence s'accordèrent également sur l'adoption commune de l'étalon-or, mais sans déterminer les procédés et calendriers pour y parvenir. Cependant, si le choix de ce régime monétaire reflétait un consensus parmi les représentants à la conférence, il n'était pas forcément partagé à l'intérieur des différents pays. Ainsi les dirigeants de la Banque de France par exemple, n'en voyaient pas l'intérêt et défendaient le maintien de l'étalon bimétallique (Einaudi, 2000), retardant de ce fait son adoption dans ce pays.

Il reste à comprendre maintenant pourquoi parmi les différents standards utilisés, ce fut l'or qui l'emporta. Différentes explications ont pu être avancées pour expliquer cela. Certaines mettent en avant des critères techniques comme étant à l'origine de ce mouvement. Ainsi Kindleberger (1990a) met en avant l'augmentation de la production

d'argent à la fin des années 1860, comme étant responsable d'une dépréciation de ce métal et donc de son abandon comme étalon, car alors considéré comme inflationniste. D'autres auteurs s'appuient eux, sur les propriétés physiques de l'or, le rendant supérieur à l'argent, car moins volumineux à valeur égale, inaltérable et donc plus facile à utiliser dans les transactions internationales. Mais son utilisation généralisée et unique comme standard monétaire n'aurait pas été possible sans l'avancée technologique des presses à vapeur utilisées dans les ateliers de frappe (Redish, [2000]). D'autres études soulignent le caractère politique dans le choix de ce métal. L'or était alors la monnaie de la puissance dominante de l'époque, le Royaume-Uni. Ce standard monétaire pouvait alors être perçu comme un des facteurs de cette réussite. Et l'adopter comme un moyen de se rapprocher de ce succès. De plus, adopter le même étalon que ce pays aurait permis d'approfondir ses relations avec ce dernier, alors incontournable sur le plan commercial, financier et industriel. Ainsi Asselain et Blancheton (2000) citent Wicksell, selon qui le choix de l'Allemagne fut guidé par « l'idée fantastique selon laquelle la suprématie économique britannique était d'une certaine manière liée à son étalon-or fut sans conteste un facteur incitatif ». De même, ils rapportent des propos de C. Menger sur l'Autriche, qui d'après ce dernier était en droit de revendiquer « son appartenance au groupe des nations les plus avancées dans la civilisation, celles qui sont prêtes pour l'or ». Gallarotti (1993) met en avant lui la supériorité de l'or en matière de stabilité des prix et donc sa préférence par les classes dominantes, à savoir la bourgeoisie créditrice. Ces différentes approches ont en commun la vision d'une certaine supériorité de l'or sur les autres étalons, rendant son hégémonie presque inéluctable. Cependant cette inévitable domination du métal doré est contestée par Flandreau (1996), qui souligne son caractère fortuit. En effet selon cet auteur, les explications précédentes ne sont pas déterminantes pour expliquer le déclassement des autres étalons. La plus grande stabilité de l'or par exemple, n'était pas vérifiée dans les années 1850 et 1860, où au contraire, c'était ce métal qui était inflationniste à la suite des découvertes d'or californiennes et australiennes de 1848 et 1852. Toujours selon cet auteur, les autres étalons auraient pu se maintenir, voire l'emporter, la généralisation de l'or étant alors un « accident ». En effet, changer de régime monétaire présentait certaines difficultés, et donc des coûts, vente des stocks d'argent avec une possible perte, retrait des pièces de ce métal de la circulation, acquisition d'or, *etc.*. Ainsi, bien qu'au cours de la conférence

de 1867 la volonté de se rallier à ce métal ait fait consensus, au début des années 1870, peu de pays avaient mené cette transition. L'Allemagne nouvellement unifiée avait décidé de profiter de la création d'une nouvelle monnaie pour passer de l'étalon-argent, alors dominant dans la plupart des États germaniques, à l'or. Le versement d'une indemnité en or par la France à la suite de la guerre franco-prussienne de 1870, devait lui permettre d'acquérir une part du stock d'or nécessaire. Or, elle devait aussi liquider son important stock d'argent. Pour cela, elle comptait profiter du système bimétallique français pour l'échanger au ratio légal dans ce pays de 15,5. Vu l'importance des stocks d'or et d'argent en circulation en France, cette substitution n'aurait pas menacé le système bimétallique (Flandreau, [1996]). La France décida cependant de limiter la frappe d'argent en 1873, et ainsi contraria la stratégie allemande. Selon Flandreau, cette décision résultait plus d'une volonté de gêner la manœuvre allemande, que de craintes sur la capacité de résilience du système monétaire français. Or, cette décision empêcha le système bimétallique de jouer son rôle d'arbitrage entre les cours de l'or et de l'argent et de les maintenir à la parité de 15,5. De plus, le public craignant une dévalorisation de l'argent, abandonnait ce métal et la Banque de France vit son stock augmenter fortement aux dépens de l'or, menaçant ses réserves si la dépréciation de l'argent se réalisait. Finalement, face à cette situation qu'elle avait en partie créée, la France suspendit la frappe de l'argent en 1876. Les autres membres de l'Union latine en firent de même, scellant le sort du bimétallisme. Une fois ce système intermédiaire entre les étalons argent et or disparu, les cours de ces deux métaux, et donc le taux de change entre les deux systèmes monétaires, n'avaient plus de raison de rester stables. Les nations à la recherche de stabilité optèrent donc pour l'un, et ce fut l'or qui l'emporta, les trois grandes puissances européennes l'ayant déjà adopté. De même, Eichengreen (1996b) rappelle l'aspect fortuit de l'adoption de l'étalon-or par le Royaume-Uni en 1821 (adoption *de jure* en 1816 et retour de la convertibilité en 1821). En effet, avant cette date, ce pays était aussi en étalon bimétallique. Mais en 1717, le maître de la Monnaie de Londres, sir Isaac Newton, redéfinit le ratio légal entre l'or et l'argent. Le rapport qu'il adopta était si bas qu'il provoqua la disparition de toutes les pièces d'argent du pays. Le Royaume-Uni se retrouva alors *de facto* en étalon-or, et en 1816 lorsqu'un nouveau système monétaire fut établi, la disparition presque totale de l'argent dans ce pays l'amena à établir un étalon-or. Ainsi, si la première puissance économique

du XIXe siècle était ancrée sur le métal doré, cela était en partie dû à un « accident » historique. Le passage à l'or de l'Allemagne fut aussi en partie le résultat d'un concours circonstanciel, l'avènement de l'Empire allemand et la disparition de l'ancien système politique, permirent l'abandon de l'argent en chargeant ce régime d'une symbolique passée. Puis la victoire dans la guerre franco-prussienne offrit à ce pays une partie des ressources nécessaires au changement de base monétaire.

Mais les concours, accidents historiques, ne furent cependant pas les seuls facteurs à l'origine de la diffusion de l'étalon-or. En effet, que ce soit Flandreau, Eichengreen ou Bordo, ces auteurs soulignent tous l'importance des externalités de réseau dans l'émergence d'un système monétaire hégémonique. En effet, avoir le même système monétaire que ses partenaires économiques, permet de profiter de certains avantages, en particulier de simplifier les échanges commerciaux et financiers, notamment par une baisse des coûts de transactions. C'est ainsi qu'avant la domination de l'étalon-or, la Confédération germanique, la Russie et l'Europe Orientale, qui réalisaient ensemble la majorité de leurs opérations commerciales, étaient sur l'étalon-argent, et avaient peu d'incitations à l'abandonner. De même, le Portugal, dont le principal partenaire économique était le Royaume-Uni, opta pour l'or en 1854. Les pays bimétalliques, notamment la Suisse, la Belgique et l'Italie, étaient eux liés à la France. Mais à cette époque, le Royaume-Uni était la première puissance économique mondiale, la première source de financement extérieur et aussi la première puissance commerciale. Ainsi, pour qui voulait échanger avec ce pays majeur, l'adoption de son étalon pouvait être source d'avantages. Le ralliement de l'Allemagne à l'or peut être expliqué en partie par les externalités de réseau. En effet, ces principaux partenaires, la Russie et l'Autriche, connurent à partir du milieu de XIXe siècle, un certain affaiblissement économique, et ne purent maintenir la parité-argent de leurs monnaies, leurs changes se mirent alors à flotter. L'Allemagne, dont une partie de son commerce s'était déjà réorienté vers le Royaume-Uni, avait alors moins d'incitations à maintenir son ancrage sur l'argent, ses anciens partenaires n'y étant plus. D'où son intérêt pour l'or qui permettait alors d'approfondir sa relation avec le Royaume-Uni. Puis, une fois ce pays passé dans le camp de l'or, les externalités de réseaux de ce métal s'accrurent contrairement à celles de l'argent. Finalement, le basculement de la France finira d'assurer la suprématie de l'or, les trois principales puissances de cette époque étant sur cet étalon.

Cependant comme nous l'avons vu avec Flandreau, Le Cacheux et Zumer (1998), le changement d'étalon marchandise, ou bien même l'adoption d'un tel régime de change fixe, ne fut pas sans difficulté tant les conditions exigées pouvaient être dures.

Ainsi l'adoption de l'étalon-or dépendit de facteurs économiques, en particulier l'intensité des échanges commerciaux et financiers entre membres et non-membres, comme nous l'avons vu notamment avec Meissner (2005). Mais ce choix d'adopter un régime monétaire commun releva également de facteurs plus politiques, comme l'existence de liens politiques antérieurs tels que l'appartenance à un même empire, une union monétaire, *etc.*. Cependant les facteurs financiers, en particulier la qualité des institutions financières, la capacité à gérer des déficits et un endettement public, furent aussi déterminants, en retardant la possibilité d'appartenir à ce régime monétaire. Nous retrouvons ici les grandes lignes théoriques de la formation et la crédibilité d'une union monétaire. L'établissement d'accords monétaire plus largement, résulterait alors soit de l'importance des échanges économiques, comme mis en avant par la théorie des zones monétaires optimales (Mundell, [1961] comme précurseur), soit de facteurs politiques comme le soutien Goodhart (1998) par exemple. Les variables financières, en particulier celles de la sphère publique, c'est-à-dire la gestion des déficits budgétaires et de la dette souveraine, influenceraient la stabilité de ces accords<sup>1</sup>. Nous reviendrons plus longuement sur ce sujet dans la seconde partie.

## II L'étalon-or en théorie

Nous venons de voir comment l'étalon-or avait émergé et supplanté les autres systèmes d'ancrage monétaire à la fin du XIXe siècle. Nous allons essayer de comprendre maintenant, comment ce régime était supposé fonctionner et se réguler.

---

1. De nombreux travaux portent sur ce thème. Une courte liste ne se voulant pas exhaustive citerait les trois générations de modèles de crises (Krugman [1979], Flood et Garber [1984], Obstfeld [1994]), les travaux de Kaminsky et Reinhart (1999) sur les crises jumelles, ou ceux de Reinhart et Rogoff (2010, 2013, *etc.*). Nous reviendrons plus longuement sur ce sujet dans la deuxième partie.

## II.1 Les apports de l'étalon-or

Dans un système de monnaie marchandise, dans notre cas, le régime d'étalon-or, les autorités monétaires d'un pays fixent le prix de l'or dans leur monnaie et maintiennent ce prix. Elles déterminent ensuite une pièce d'or ayant un poids fixe de ce métal, par exemple le franc-or. Elles s'engagent alors à acheter ou vendre librement sans restriction l'or à son prix de frappe. Le public peut amener librement des lingots d'or pour les convertir en pièces au prix fixé, en ajoutant un coût pour la frappe. Inversement, il peut échanger des pièces contre leur montant en or. Le métal peut aussi être exporté librement. En s'engageant de la sorte, les autorités monétaires maintiennent le prix de l'or dans leur monnaie nationale. À partir de là, plusieurs variantes de ce régime peuvent exister. La plus simple correspond au système d'étalon-or pur, dans laquelle uniquement des pièces d'or circulent. Un tel système est cependant coûteux en ressources, et la totale inélasticité de l'offre de monnaie par rapport au stock d'or rend l'activité très sensible aux variations du stock de ce métal. Ainsi Friedman (1959) évalue le coût de fonctionnement d'un étalon-or pur aux États-Unis en 1960, à 2,5 % de leur produit intérieur brut. Face à ces coûts, une autre variation de l'étalon-or prévalut. Dans celle-ci, des substituts aux pièces d'or circulent en même temps que ces dernières. Les banques, privées ou centrales, selon les privilèges accordés, émettent des billets et des dépôts convertibles en or à tout moment. Le métal est lui conservé par l'établissement en tant que réserve en cas de demande de conversion. Ce système permet d'économiser la ressource rare et ainsi, d'avoir une masse monétaire plus importante et plus élastique. Une troisième version possible est celle que David Ricardo appela en 1816, le « gold bullion standard ». Dans cette variante, pour économiser encore plus l'or, aucune pièce d'or ne circule. Le métal est conservé en réserve par l'institut d'émission, et la circulation se fait uniquement sous forme de monnaie fiduciaire. Comme nous le verrons plus loin, au cours de la période de l'étalon-or classique, ce furent ces deux dernières versions qui fonctionnèrent.

## II.2 Le fonctionnement théorique

David Hume a décrit en 1752 dans un essai intitulé *Of Money*, le fonctionnement et les mécanismes de régulation propres à l'étalon-or. Précisons qu'à l'origine, cet ensemble théorique fut développé par l'auteur pour montrer l'impossibilité des prescriptions mer-

cantilistes. Dans le régime d'étalon-or, chaque monnaie nationale est définie par rapport à un poids d'or fixe particulier et est librement convertible en or. Le taux de change entre deux monnaies est fixe et égal au rapport entre leurs poids d'or respectifs. Convertibilité et parité de change sont donc les deux faces d'une même pièce. La convertibilité interne d'une monnaie et sa convertibilité externe, c'est-à-dire son taux de change, servent à assurer le poids en or de cette monnaie. Le but ultime de ce régime est donc la défense de la convertibilité interne ou externe, de la monnaie. Pour garantir la convertibilité interne d'une monnaie, la quantité qui en est émise est donc strictement limitée par les réserves d'or. Cependant, des tensions sur sa valeur externe peuvent apparaître à travers le commerce international. Une situation de déficit de la balance commerciale pour un pays donné (respectivement d'excédent), devrait se traduire sur un marché des changes libre par une dépréciation de la monnaie de cet État (respectivement une appréciation). Les parités de change devraient donc évoluer, modifiant la convertibilité de la monnaie, son poids en or changeant. Or dans le système d'étalon-or, les parités restent fixes. Hume décrit par le « price specie flow mechanism », comment ce régime monétaire se régule pour assurer la convertibilité d'une monnaie, malgré les tensions que provoque le commerce international. Dans son modèle, l'auteur assigne aux banques un rôle négligeable, seules des pièces d'or circulent. Ainsi, lorsqu'une transaction est effectuée, elle se règle sous forme d'or. Dans ce cas, un pays ayant un niveau d'importations supérieur à celui de ses exportations, enregistre une sortie d'or et enregistre donc une diminution de son stock. Cela entraîne alors une baisse de la masse monétaire, donc une contraction des prix. Inversement, le pays dont le niveau des exportations est supérieur à celui des importations, enregistre une entrée d'or, son stock augmente, la masse monétaire croît et les prix augmentent. Ce mécanisme provoque ainsi une modification des prix relatifs entre pays dont les balances commerciales sont excédentaires ou déficitaires. Ce changement de prix relatifs va modifier la compétitivité commerciale de ces pays, entraînant un ajustement de leurs niveaux d'importations et d'exportations. Par la baisse de ses prix internes, le pays déficitaire voit ses exportations augmenter et ses importations baisser. Celui excédentaire voit au contraire ses prix internes augmenter, ses exportations diminuent et ses importations s'accroissent. Leurs balances courantes finissent donc par s'équilibrer. La valeur externe de la monnaie est préservée, ainsi que sa convertibilité-or. Les prix internes servent

alors de variable d'ajustement.

Cependant, ce modèle par ses hypothèses restrictives, ne semblait plus vraiment en accord avec la réalité de la fin du XIXe siècle. En effet, l'or monétaire était de moins en moins utilisé dans les transactions nationales et l'on n'observait pas de flux physiques d'or conséquents entre nations (Bordo, [1999]). De plus, l'évolution des marchés financiers, avec le fort développement des mouvements de capitaux internationaux, obligèrent la théorie à prendre en compte le rôle de la balance des capitaux dans les mécanismes d'ajustement des balances, chose que Hume ne faisait pas. Cette réalité rendit ainsi le système de régulation du « price specie flow » obsolète.

En 1919, le Cunliffe Committee présenta donc une version « améliorée » du mécanisme de régulation de l'étalon-or. L'accent était mis non plus sur l'équilibre de la balance des transactions courantes, mais sur la balance des paiements, permettant ainsi de mieux prendre en compte les flux de capitaux. Cette version prenait de plus en compte, le fait que l'équilibrage des balances entre pays se faisait sans flux physiques d'or. Le rapport mettait également en avant, le rôle prépondérant des billets de banque dans le règlement des transactions courantes, au détriment de l'or monétaire. Le principe de modification des stocks d'or reste cependant le même que celui de Hume. Au lieu que l'or circule directement entre deux particuliers, deux banques centrales sont rajoutées comme intermédiaires, effectuant le change entre monnaies nationales et or. La différence essentielle se situe alors au niveau de la prise en compte du fait que très peu de transferts d'or physique avaient lieu entre pays. En effet, lorsqu'une banque centrale anticipait une sortie d'or dû à un déficit de la balance des transactions courantes, ou de celle des capitaux, elle intervenait en augmentant son taux d'escompte. Elle réduisait ainsi la liquidité du marché, le volume du crédit interne étant réduit. La masse monétaire diminuait et les prix se contractaient. La hausse du taux d'escompte permettait d'attirer des capitaux dans le pays, rétablissant l'équilibre de la balance des capitaux. La diminution des prix réduisait les importations et favorisait les exportations. La balance des transactions courantes s'équilibrait. Inversement, le pays en excédent diminuait son taux d'escompte sa masse monétaire augmentait donc, le mécanisme inverse se mettant en place.

La conduite de la politique monétaire par la banque centrale devait donc suivre ce que Keynes appela les règles du jeu. En cas de déficits, le taux d'escompte devait augmenter,



inversement en cas d'excédents. Ainsi, dans un système d'étalon-or avec mouvements internationaux de capitaux et banques centrales, l'ajustement des balances des paiements se faisait par le biais de la politique du taux d'escompte. C'est de cette façon que le système se régulait et permettait la défense de la convertibilité et de la parité de change d'une monnaie.

### III L'étalon-or dans les faits

#### III.1 Un système hétérogène

L'étalon-or classique ne fonctionna pas de façon aussi automatique que certains le pensèrent et notamment les contemporains de la période de l'entre-deux-guerres. Pour eux, ce régime était paré de nombreuses vertus, en plus de l'automaticité de son fonctionnement, il était censé réguler de manière homogène les relations monétaires et ainsi, être à l'origine d'une grande stabilité des changes (Bordo, [1984]). Mais en plus d'un ajustement différent de celui montré par la théorie, il se révèle que l'étalon-or était également un système hétérogène. Ce système monétaire n'était en effet pas uniforme. Il ne reposait pas sur les mêmes fondations pour tous ses participants. Deux grandes différences pouvaient être faites sur les fondations des systèmes nationaux. La pureté de l'étalon-or et la crédibilité de l'attachement à la convertibilité de la monnaie. À partir de ces discordances, on pouvait alors discerner deux groupes. Les nations au cœur du système, et les autres à sa périphérie. Au centre, on trouvait le Royaume-Uni, l'Allemagne, la France, et, dans une moindre mesure, les autres pays européens industrialisés comme la Belgique ou les Pays-Bas. Pour ces derniers, le faible poids relatif de leurs économies, faisait qu'ils étaient de moindre importance. La périphérie correspondait à l'ensemble des autres pays. Les États-Unis ne faisaient pas partie du cœur du système comme nous allons le voir.

Un des éléments de distinction entre centre et périphérie était donc la pureté de l'étalon-or adopté. Celle-ci dépendait de la forme que prenait la circulation interne de la monnaie, ainsi que du type de réserves utilisées. Seuls les pays au cœur du système avaient alors un régime vraiment pur. La circulation interne de la monnaie prenait essentiellement la forme de pièces d'or. Les réserves, elles, étaient aussi exclusivement constituées d'or. À la périphérie au contraire, l'argent, les pièces sans valeur et les billets circulaient dans

de plus amples proportions. L'or n'était plus la base de la circulation monétaire interne. De même, les réserves de ces pays n'étaient plus uniquement composées de ce métal. Les devises constituaient alors une part importante voire exclusive des réserves. Ainsi à la veille de la Première Guerre mondiale, les devises représentaient 20 % du montant total des réserves. La livre sterling était la monnaie la plus utilisée comme réserves, comptant pour 40 % du total. Le franc et le mark représentaient à eux deux 40 %.

Sans vraiment affecter la pureté de l'étalon-or, il existait également des différences sur les quantités de réserves qui devaient être détenues par les banques centrales. Certaines comme le Royaume-Uni, la Finlande ou la Russie fonctionnaient selon un système fiduciaire. C'est-à-dire qu'elles pouvaient émettre une quantité limitée de monnaie qui n'était pas garantie par de l'or. Au-delà d'un certain seuil, chaque unité monétaire devait être couverte par de l'or. La majorité des pays européens avaient eux, un régime proportionnel. Leurs réserves ne pouvaient pas tomber en dessous d'un certain pourcentage de leur monnaie en circulation, en général autour de 35 à 40 %. D'autres pays comme l'Allemagne ou l'Autriche-Hongrie, avaient un système hybride entre les deux précédents (Eichengreen, [1996]).

Rés.* \ Circul.*	Essentiellement des pièces d'or	Or, Argent, pièces sans valeur et papier
Or	Royaume-Uni, Allemagne, France, États-Unis	Belgique, Suisse
Pour l'essentiel : des réserves en devises	Russie, Australie, Afrique du Sud, Égypte	Autriche, Hongrie, Japon, Pays-Bas, Scandinavie, Les autres dominions
Uniquement des réserves en devises		Philippines, Inde, Pays d'Amérique Latine

Tableau 1.4 – Forme de la circulation monétaire interne.

\*Rés. : Réserves sous forme de. \*Circul. : Circulation monétaire

D'après les données de B.Eichengreen, *Globalizing Capital : A History of the International Monetary System*, (1996).

Cette hétérogénéité des participants à l'étalon-or se reflète également dans la distinction entre pays au cœur de ce système et ceux à sa périphérie. De nombreuses études op-

posent un cœur composé des nations les plus industrialisées de l'époque et une périphérie formée des autres pays sur l'or. Ceux au centre du système connurent une stabilité de ce régime, avec une convertibilité de leur monnaie maintenue tout au long de cette période. Au contraire, ceux à la périphérie connurent une instabilité chronique<sup>2</sup>. L'exemple typique de ce dernier type de pays fut l'Argentine. Elle adhéra à l'étalon-or en 1883, puis l'abandonna en 1885, pour finalement s'y convertir à nouveau en 1900. Flandreau et Jobst (2005), à travers une analyse de réseau des « individual countries course of exchange bulletin », identifient les nations appartenant à ces deux ensembles entre 1890 et 1910. Leurs résultats soulignent plutôt que l'ordre monétaire de l'époque était divisé en trois groupes. Le premier, celui des pays au centre, composé du Royaume-Uni, de la France et de l'Allemagne. Le second, correspondant à la périphérie, comprenait essentiellement les pays d'Amérique Latine et d'Asie. Enfin le troisième groupe, intermédiaire lui, formé d'une grande partie des nations européennes et des États-Unis. Mais ce groupe, si l'on tient à l'opposition cœur et périphérie, serait partie intégrante du centre du système.

### III.2 Des règles du jeu non respectées

Il apparaît que les règles du jeu n'étaient pas toujours respectées. À la suite d'une étude de Nurkse en 1944 montrant qu'au cours de l'entre-deux-guerres les banques centrales violèrent systématiquement les règles du jeu, Bloomfield en 1959 étudie le cas de l'étalon-or classique. Il se concentra sur la corrélation entre l'évolution des réserves internationales (or ou devises) et celle des crédits à l'économie pour 12 banques centrales entre 1880 et 1914. Il montre que si les instituts d'émission avaient joué selon les « règles », la corrélation entre ces deux variables devrait être positive. Or il apparaît que dans la plupart des cas, elle fut négative ou nulle, les règles théoriques de l'étalon-or étant alors régulièrement bafouées. D'autres études par la suite mirent en avant ce fait (Dutton [1984], Giovannini [1986], Jeanne [1995], Davatyan et Parks [1995]). Elles font apparaître que les politiques monétaires suivies par les banques centrales visaient également des objectifs internes à court terme, notamment les niveaux d'activité et des prix, ainsi que la stabilité des taux d'intérêt. De plus, il faut noter qu'à cette époque, ces institutions étaient principalement détenues par le secteur privé, elles devaient donc générer des pro-

---

2. Voir les travaux de A. Ford (1962), De Cecco (1974), Triffin (1964)

fits, notamment par leurs activités de banque commerciale. Les banques centrales étaient donc en concurrence avec d'autres établissements. Le taux d'escompte qu'elle pratiquait devait donc être concurrentiel et ne pouvait pas uniquement répondre aux évolutions de la balance des paiements. Enfin, un autre facteur qui pouvait influencer la fixation de ce taux, était leur plus ou moins grande indépendance vis-à-vis de l'État. Comme une hausse du taux d'escompte entraînait une augmentation du service de la dette publique, selon le degré d'indépendance de ces institutions, cela pouvait influencer leurs décisions. Ainsi, l'automatisme de l'intervention des banques centrales face à l'évolution de la balance des paiements n'était pas toujours vérifié.

Cependant à long terme, les banques attachaient une importance primordiale à la convertibilité-or de la monnaie. C'est ainsi que les définitions en or et les taux de change des monnaies demeurent fixes sur cette période de l'étalon-or classique.

## IV Le fonctionnement en pratique de l'étalon-or

Nous venons de voir que le système d'étalon-or classique fut finalement un système assez hétérogène dans lequel les règles de fonctionnement de ce régime ne furent pas toujours respectées. Mais les pays au cœur de l'étalon-or connurent tout de même une forte stabilité de leurs systèmes monétaires. Certains auteurs ont alors expliqué cette stabilité par la présence d'un environnement favorable à ce régime. Selon eux, la période de l'étalon-or classique connut des perturbations macroéconomiques relativement peu nombreuses et de faibles amplitudes. La solidité de l'étalon-or pour les pays centraux ne fut alors jamais vraiment testée. Cette hypothèse est cependant rejetée par Bayoumi et Eichengreen (1996). Pour eux, les chocs macroéconomiques ne furent pas moins importants et moins fréquents au cours de cette période que sur celle après-guerre. Ils mettent par contre en avant que les marchés s'ajustaient plus rapidement à ces perturbations, à la fois pour les prix et les quantités. Il semblerait que la plus grande flexibilité des marchés permit un ajustement plus rapide et moins douloureux durant les années de l'étalon-or classique. Mais ces auteurs considèrent également que l'existence de coûts d'ajustement plus faibles, ne fut pas suffisante pour expliquer la pérennité de ce régime jusqu'à la veille de la Première Guerre mondiale. Pour Eichengreen (1992) la stabilité de ce régime reposait en fait sur

deux éléments essentiels, la crédibilité du système et la coopération entre ces membres. La majorité des autres analyses de l'efficacité de l'étalon-or appartiennent finalement à l'un de ces deux éléments, nous reprendrons alors ces deux lignes directrices pour les présenter.

### IV.1 Le rôle de la crédibilité

La crédibilité de l'étalon-or fut un élément essentiel de sa stabilité pour les pays au cœur de ce régime. Cet argument s'appuie sur la théorie des zones cibles développée par Krugman (1991) et Svensson (1994). Ces deux auteurs ont montré que les autorités monétaires pouvaient maintenir une certaine autonomie si une zone cible était définie, c'est-à-dire s'il existait une bande supérieure et inférieure par rapport à une parité centrale dans le cas d'un taux de change par exemple. Tant que les agents considéraient l'engagement du pays crédible vis-à-vis de cette cible, alors des variations au cœur de la zone cible, voire au-delà étaient possibles, les anticipations des agents entraînant des forces de rappel vers le cœur de la cible. Dans le cas d'un taux de change, une spéculation stabilisatrice peut se mettre en place, tendant à ramener la valeur de la monnaie vers le cœur de la cible. L'étalon-or peut être analysé dans le cadre de cette théorie. En effet, la parité-or d'une monnaie était alors la cible, et les points d'or, les limites supérieures et inférieures. Ainsi, dans le cadre de cette analyse, le non-respect des règles du jeu redevient conciliable avec le maintien d'un régime de change fixe. Lorsqu'un pays voyait son taux de change s'éloigner de la parité, il n'était pas contraint de modifier son taux d'intérêt, car si son engagement à maintenir sa parité était crédible, une spéculation stabilisatrice se mettait en place et rapprochait le change de sa valeur d'équilibre. En effet, les spéculateurs savaient que la banque centrale et le gouvernement feraient tout pour empêcher l'abandon de la parité-or de la monnaie. Ils anticipaient donc que l'institution monétaire allait réagir en augmentant son taux d'escompte, ou en acheter sa propre monnaie. Ils investissaient alors en actifs domestiques, réalisant des gains sûrs. Ces flux de capitaux entrants renforçaient ainsi la devise menacée, réduisant considérablement la nécessité d'intervention de la banque centrale. Un pays pouvait ainsi garder une certaine indépendance de sa politique monétaire si son engagement à maintenir l'étalon-or à long terme était crédible. Bordo et Macdonald (1997, 2005) en s'appuyant sur cette analyse, montrent que dans le cas de la France, du Royaume-Uni et de l'Allemagne, l'engagement de ces pays à défendre

l'étalon-or leur permit une certaine indépendance de leurs politiques monétaires, donc de dévier des règles du jeu sans menacer la parité-or de leurs monnaies. L'instabilité des pays à la périphérie de ce régime provenait alors de leur manque de crédibilité. Pour les pays au cœur du système, l'engagement à défendre la parité-or de leur monnaie était tel, qu'ils pouvaient même en cas de choc majeur, une guerre par exemple, suspendre la convertibilité de leur monnaie et émettre plus de dette publique ou de billets, sans subir de dépréciation sur ces nouveaux titres ou voir leur taux de change s'effondrer. Bordo et Kydland (1995) qualifient cette propriété de l'étalon-or de « contingent rule ». En effet, si l'engagement était suffisamment crédible, les agents anticipaient qu'une fois la perturbation passée, une guerre par exemple, l'État ferait tout pour rétablir la parité originale. Les agents soutenaient ainsi le cours de la monnaie en anticipant sa restauration. L'étalon-or fonctionnait alors comme une règle contingente, c'est-à-dire une règle qui était suivie en temps normaux, mais qui pouvait être temporairement abandonnée en temps de crise et cela, sans affecter la crédibilité des autorités. Ce fut ce qui se produisit dans le cas du Royaume-Uni après les guerres napoléoniennes, ou pour les États-Unis après la guerre civile, ou la France à la suite de la guerre franco-prussienne. La crédibilité de l'engagement de ces pays leur permit de se financer par endettement plus facilement au cours de ces situations, les agents anticipant un retour de la stabilité monétaire une fois ces conflits passés.

La crédibilité de cet engagement à défendre l'étalon-or pour les pays au cœur du système, provenait du fait que ce système monétaire ne souffrait d'aucune contestation selon Eichengreen (1992). Il n'était pas envisageable que la défense de la convertibilité d'une monnaie puisse entrer en contradiction avec la prospérité du pays. Activité économique, emploi et défense des parités de change étaient les faces d'un même problème. D'ailleurs, jusqu'au tournant du XIXe siècle, la question du chômage ne relevait pas forcément de la sphère économique. Les personnes sans emploi étaient alors plutôt considérées comme des oisifs, des vagabonds (Asselain [1984]). Une autre limite à une possible contestation interne de ce système monétaire, fut que la classe ouvrière avait une très faible représentativité démocratique. Ceux qui souffraient le plus des politiques restrictives nécessaires à la défense de la monnaie, ne pouvaient pas les récuser. Aucune pression politique ne pouvait donc remettre en cause la crédibilité de ce régime. Et même si dans la première décennie

du XXe siècle le chômage commençait à devenir une question sociale et politique, que le développement des syndicats renforçait l'influence politique des travailleurs, les banquiers centraux n'étaient pas sensibles à ces arguments et n'avaient pas à choisir entre équilibre interne et externe. En effet, les dépenses publiques et les déficits budgétaires n'étaient pas perçus comme des outils de politique économique. Il n'y avait donc pas de demande pour les utiliser comme moyens de soutien à l'activité, obligeant ainsi les banques centrales à monétiser les déficits. Ainsi, l'engagement des États à défendre la convertibilité et la parité de leur monnaie était pleinement crédible pour les pays au cœur du système.

Cependant, toujours selon Eichengreen (1992), à la périphérie, la crédibilité de cet engagement n'était pas toujours assurée et rendait donc l'étalon-or plus fragile dans ces pays. Une des raisons de ce manque de crédibilité était le manque de consensus interne quant à la légitimité de l'étalon-or. De puissants lobbies, menés en général par les exportateurs et les agriculteurs, s'élevaient régulièrement contre ce régime monétaire. Celui-ci était accusé de favoriser la déflation, néfaste à leurs activités. Aux États-Unis par exemple, ces groupes de pression étaient renforcés par les producteurs d'argent qui réussirent à faire adopter le Bland Allison Act en 1878 et le Sherman Act en 1890. Ces lois conféraient à l'argent un rôle majeur dans la masse monétaire américaine. Cette différence sur la présence d'un consensus entre pays au cœur et ceux à la périphérie, venait surtout du fait que ces groupes de pression avaient beaucoup d'affinités. En effet, les pays à la périphérie trouvaient souvent leur unique source de richesse dans les exportations de matières premières ou agricoles. Les intérêts des fermiers et des exportateurs étaient donc liés, contrairement à l'Europe industrialisée. Dans le cas des États-Unis, les intérêts des fermiers étaient surreprésentés dans leur système de représentation politique. En effet, en se basant sur la règle de deux sénateurs par État, les États agricoles profitaient d'une représentation politique surestimée. Ainsi, ce pays ne pouvait pas appartenir au pays cœur de l'étalon-or, la crédibilité de son attachement à défendre la parité-or du dollar étant insuffisante.

L'appartenance à l'étalon-or pouvait aussi être perçue comme une règle contraignant les actions des autorités monétaires et budgétaires. En adoptant ce régime, les États acceptaient de se « lier les mains » pour maintenir la stabilité de la monnaie. Ils envoyaient ainsi un signal de leur probité financière. Ainsi selon Bordo et Rockoff (1996) et Obstfeld et Taylor (2003b), les nations de la périphérie pouvaient se financer sur les marchés inter-

nationaux de capitaux à un coût plus faible, leur prime de risque étant réduite. L'étalon-or fonctionnait alors comme « a good housekeeping seal of approval ». Mais cette analyse est contestée par des auteurs tels que Flandreau et Zumer (2004). Pour eux, l'appartenance au régime d'étalon-or n'était pas un élément déterminant dans la détermination de ces primes de risque. Si le monde connut une convergence des taux d'intérêt à partir de la fin du XIXe siècle, ce ne fut pas grâce à la diffusion de l'étalon-or à un nombre toujours plus important de pays, mais cela fut plutôt grâce à l'amélioration des indicateurs macroéconomiques des pays emprunteurs. Cette analyse est poursuivie par Ferguson et Schularick (2012) et Mitchener et Weidemmer (2009), qui montrent à travers l'étude des primes de risque, qu'au contraire, le marché regardait « au-delà de la fine couche d'or » des pays de la périphérie. Et que l'adhérence à l'or n'était pas une condition suffisante pour réduire les écarts de taux d'intérêt (les « spreads »), prouvant de la sorte que ce régime monétaire n'était pas crédible pour tous ses membres.

Ainsi, les nations au cœur de l'étalon-or classique bénéficièrent d'une certaine stabilité au contraire de celles à sa périphérie. Ces dernières connurent de nombreuses crises à l'image de l'Argentine, du Brésil, du Chili ou du Portugal. La crédibilité de l'attachement à ce système monétaire était moindre pour ces pays, mais leurs fondamentaux économiques jouèrent également un rôle dans le déclenchement des crises financières qui les frappèrent et les forcèrent à abandonner leurs parités-or. Plusieurs auteurs ont alors mis en évidence l'importance des fondamentaux dans l'aptitude d'un pays à s'accommoder des contraintes imposées par l'étalon-or. Ainsi Eichengreen et Flandreau (1996b), soulignent l'importance des finances publiques, notamment la capacité à financer une dette souveraine et des déficits budgétaires sans avoir à recourir à la création monétaire, dans la capacité d'un pays à maintenir un régime de change stable. Les nations ne parvenant pas à financer leurs endettements, devaient alors recourir au flottement monétaire. De même, Bordo et Flandreau (2003) mettent en avant le rôle de la maturité des dettes publiques dans la stabilité de l'étalon-or classique. Les nations qui recouraient à un endettement public à court terme étaient plus exposées au risque d'insolvabilité lorsque les capitaux se détournaient de leurs titres publics. L'impossibilité de financer leurs dettes les amenait à utiliser un financement monétaire, source de pressions inflationnistes qui menaçaient la convertibilité de leurs monnaies. Bordo et Meissner (2006) étudient eux, le rôle des dettes



publiques libellées en monnaie étrangère dans le déclenchement de crises financières sous l'étalon-or classique. Ils montrent que plus qu'un niveau de dette étrangère élevé, ce fut la contradiction entre le niveau d'endettement et les ressources en devises disponibles pour le servir, qui fut déterminante dans le déclenchement de crise financière et donc les difficultés à maintenir ce régime monétaire. Ainsi, plutôt qu'un problème d'intolérance à la dette (« debt intolerance ») à la Reinhart, Rogoff et Savastano (2003), ce fut un problème de « currency mismatch<sup>3</sup> ». Ces deux auteurs soulignent en effet l'importance du stock de réserves ou la forte capacité d'exportation, par rapport au niveau d'endettement en monnaie étrangère, dans la capacité d'une nation à éviter des crises de la dette, monétaires ou bancaires. Ces résultats permettent alors de mieux comprendre la solidité monétaire des pays scandinaves ou des dominions de l'Empire britannique au cours de cette période. Malgré un fort endettement externe, ces États réussirent à écarter le risque d'une crise financière et purent maintenir la convertibilité-or de leurs monnaies. Ils réussirent cela par la bonne gestion de leurs dettes extérieures. Bordo et James (2014) arrivent à des conclusions similaires sur le rôle de la gestion de l'endettement et de la qualité des institutions. Ils distinguent deux groupes de nations parmi celles qui firent appel à des financements extérieurs. Un premier groupe est composé notamment de l'Argentine, du Brésil, du Chili, de l'Italie et du Portugal. Ces pays subirent tous une crise financière majeure entre 1880 et 1913. Le second groupe, constitué de l'Australie, du Canada, de la Nouvelle-Zélande, de la Norvège et des États-Unis, ne fut pas affecté par ce type de crise, ou sinon d'ampleur bien moindre. Ces deux auteurs notent également qu'après la vague de crises financières des années 1890, la qualité des fondamentaux des nations débitrices s'améliora. Ces analyses rejoignent alors celle de Flandreau et Zumer (2004) sur l'importance des niveaux d'endettement, de déficits et des institutions, dans l'intégration financière qui se produisit, notamment après 1890, pour les membres de l'étalon-or. Ainsi, si la crédibilité de l'attachement aux parités-or fut essentielle pour Eichengreen (1992) pour expliquer la solidité de ce système monétaire, la qualité des finances publiques fut également importante.

---

3. Pour une distinction complète entre « currency mismatch » et intolérance à la dette, voir B. Eichengreen, R. Hausmann et U. Panizza (2005a-b)

## IV.2 Le rôle de la coopération

La crédibilité de l'engagement à défendre les parités-or de leurs monnaies fut la raison de la stabilité de ce système pour les pays au cœur de ce régime monétaire. Cependant, il put arriver que la crédibilité d'un gouvernement et la spéculation fussent insuffisantes pour défendre une monnaie inquiétée par des sorties d'or trop importantes. Dans ce cas, un autre mécanisme se mettait en place pour assurer la stabilité du système selon Eichengreen (1992), la coopération internationale entre gouvernements et banques centrales. Si la menace était mineure, elle pouvait être dissipée par une coopération tacite. Plusieurs banques centrales pouvaient ainsi relâcher temporairement leurs contraintes monétaires en baissant leurs taux d'escompte. Le pays en difficulté enregistrerait alors un afflux d'or. Cette action ne pouvait pas être menée par une unique banque centrale. Celle-ci aurait sinon risqué de trop fortes pertes de réserves, menaçant la propre convertibilité de sa monnaie, l'obligeant alors à faire volte-face. Dans ce cas, la Banque d'Angleterre menait la coordination des politiques monétaires. Par son rôle dominant dans le système monétaire international, son taux d'escompte servait de signal à un besoin de coopération (Eichengreen, [1987]). Si elle l'abaissait, d'autres banques suivaient. Mais le leadership du Royaume-Uni ne valait que dans des situations de menaces mineures pour lesquelles une telle coopération tacite était suffisante. Dans le cas d'une crise majeure nécessitant différentes réponses par plusieurs pays, l'approche « follow the leader » était insuffisante. La coopération devenait explicite entre gouvernements et banquiers centraux et prenait la forme d'une modification des taux d'escompte et de prêts entre États et Banques. Ainsi, les ressources disponibles pour le pays en péril surpassaient largement celles de ses réserves. La crise pouvait donc être contenue et résolue. Une des limites supplémentaires à l'approche « follow the leader », fut que le Royaume-Uni était un des principaux bénéficiaires de cette coopération internationale, comme en 1890 lors de la crise Baring ou plus tard en 1906. La coopération internationale permettait donc de rendre l'engagement des nations à défendre la convertibilité de leur monnaie encore plus crédible, en leur fournissant les ressources nécessaires pour la défendre.

Mais cette vision d'un système stabilisé par la coopération de ces principaux membres est remise en cause par Flandreau (1997). Selon lui, sur la période de l'étalon-or classique, la coopération entre banques centrales aurait été très rare, non réciproque et ne fut jamais

institutionnalisée. Et les quelques fois où elle se produisit, elle ne correspondit pas à une action bilatérale dans le but d'atteindre un objectif commun, par exemple aider une banque centrale dont la chute menacerait la stabilité du système par la mise en commun de ressources, comme Eichengreen le propose. Si une aide fut apportée dans certaines situations, cela était plutôt car elle était source de bénéfices directs pour le sauveur. Ainsi selon Flandreau, la coopération ne fut jamais un élément essentiel de la stabilité du système monétaire de cette époque.

### IV.3 Le rôle particulier du Royaume-Uni

Une autre approche du mécanisme de stabilisation de l'étalon-or classique, fut celle apportée par Kindleberger (1976). Selon cet auteur, si ce système monétaire fut relativement stable avant la Première Guerre mondiale, ce fut grâce à la puissance hégémonique du Royaume-Uni. En effet, comme nous l'avons déjà vu, à cette période, cette nation était la puissance commerciale, financière et industrielle dominante. Elle exerçait alors un effet stabilisant en remplissant les trois principales fonctions régulatrices d'un système monétaire international selon Kindleberger. La première était l'harmonisation des politiques monétaires à travers le monde, par le taux d'escompte de la Banque d'Angleterre, qui servait de point d'ancrage pour les autres banques centrales. En effet, les taux britanniques étaient censés influencer les autres pays et ainsi favoriser l'équilibrage des balances. Cela était possible grâce à la domination commerciale et financière du pays qui faisait de Londres une chambre de compensation internationale. L'autre mission assurée par le Royaume-Uni lui permettant de réguler le système international, était sa fonction de banquier international. Il exerçait ce rôle à la fois en tant que banque commerciale et aussi comme banquier central. Pour l'aspect commercial, c'était à travers l'importance de ses prêts à long terme à l'étranger qu'il remplissait sa mission. De plus, le financement interne et externe du Royaume-Uni se faisait à contresens. Lorsque la conjoncture nationale se dégradait et donc que les importations anglaises diminuaient, exerçant un effet dépressif sur la demande extérieure pour ses partenaires, les investisseurs britanniques tendaient à augmenter leurs investissements extérieurs. Les partenaires économiques du Royaume-Uni enregistraient ainsi une détérioration de leurs balances commerciales à la suite du ralentissement économique anglais, mais ils voyaient cependant leurs balances des capi-

taux s'apprécier grâce aux investissements anglais. Leurs balances des paiements restaient alors à l'équilibre. Le mécanisme inverse se produisait en cas d'une amélioration de l'activité britannique. Toujours dans la mission de banquier international, le Royaume-Uni endossait le rôle de prêteur en dernier ressort à l'échelle internationale. En effet, lorsqu'une nation subissait un déficit isolé de sa balance des paiements et donc, que la convertibilité de sa monnaie était menacée, la Banque d'Angleterre lui prêtait les fonds nécessaires à son rééquilibrage. Cela fut par exemple le cas à de nombreuses reprises avec les États-Unis, dont l'offre de monnaie très inélastique, connaissait régulièrement à l'automne après les récoltes et les demandes de prêts qui en découlaient, des tensions sur son marché monétaire interne. Le Royaume-Uni répondait alors à ces fortes hausses de la demande de monnaie par des prêts et des transferts d'or, limitant ainsi les tensions sur l'étalon-or américain. Enfin, la troisième fonction stabilisatrice du système monétaire international remplie par cette nation, était celle de marché pour les produits en difficulté. En effet, en demeurant la seule nation à pratiquer un libre échange total entre 1846 et 1916, ce pays constituait le seul marché toujours ouvert sur lequel un autre État pouvait réaliser des excédents et donc, favoriser un équilibre de sa balance commerciale. Ainsi grâce à sa position dominante et le rôle de leader qu'il endossa, le Royaume-Uni remplit les trois fonctions qui permirent de stabiliser le système monétaire international de 1870 à 1914.

Cette vision de « chef d'orchestre » du système monétaire international exercé par la Banque d'Angleterre pour reprendre les termes de Keynes, est cependant remise en cause par Eichengreen (1987, 1992). Cet auteur étudie ce régime dans le cadre de la théorie des jeux. Ce jeu peut se résumer de la sorte. Dans un système avec deux pays, si l'un augmente ses taux d'intérêt, il accroîtra ses réserves d'or au détriment de l'autre pays, mais cette hausse aura un effet dépressif sur l'économie. Si les deux banques centrales poursuivent leurs objectifs indépendamment l'une de l'autre, et qu'elles augmentent leurs taux d'intérêt pour attirer de l'or, à la fin, les deux voient leurs stocks de métal inchangé, mais avec des taux d'intérêt plus élevés et donc une activité moindre. Dans ce cas, leur seule solution pour maintenir la stabilité de leurs taux de change, est de mener des politiques déflationnistes. Mais une solution coopérative existe dans ce jeu et permet d'atteindre un résultat optimal. Si les banques centrales coopèrent, elles peuvent stabiliser leurs taux de change et limiter la hausse des taux d'intérêt. Cependant comme tout équilibre coopératif,

celui-ci est fragile et chaque joueur a intérêt à dévier unilatéralement pour renforcer ses gains. Ainsi, on se retrouve sur l'équilibre de Nash qui est le résultat non coopératif. Mais une troisième solution existe. Une banque centrale peut décider de réduire ses taux d'intérêt. L'autre banque centrale voit alors une entrée d'or et peut par la suite réduire ses taux. Les gains ne sont cependant pas les mêmes. Le premier joueur bénéficie d'une baisse des taux d'intérêt, le second également, mais enregistre aussi une entrée de métal. Aucun joueur n'a donc intérêt à jouer en premier. La théorie de l'hégémonie permet de résoudre ce problème. La puissance dominante va jouer en premier, être leader au sens de Stackelberg, et va accepter de gagner moins que le suiveur car elle souhaite stabiliser le système. Cependant comme Eichengreen (1987) le souligne, il est difficile de voir ce qui aurait pu pousser le Royaume-Uni à accepter ce rôle de leader au sens de Stackelberg. Ainsi, il remet en cause le rôle stabilisant de ce pays sur le système d'étalon-or, celui-ci n'ayant rien à gagner à le faire.

Ce mode de régulation présente également deux autres limites selon Eichengreen (1992). En effet, il limite l'importance des places financières de Berlin et surtout celle de Paris dans les années 1900-1914. Ces deux capitales avaient en effet une certaine puissance financière et commerciale, puissance qui s'exerçait sur des zones d'influence différentes de celles du Royaume-Uni, limitant ainsi le pouvoir hégémonique de la Banque d'Angleterre. Fishlow (1985) décrit l'importance des différents créditeurs internationaux, ainsi que leurs principales zones d'investissement. À la veille de la Première Guerre mondiale, le Royaume-Uni détenait 50 % des actifs étrangers, après avoir atteint un maximum de 80 % au cours du XIX<sup>e</sup> siècle. La France en détenait elle 22 % et l'Allemagne 17 %. Rappelons que ce ne fut qu'au cours de la Première Guerre mondiale que les États-Unis passèrent de débiteurs nets envers le reste du monde à créditeurs nets. Les investissements britanniques s'orientaient alors essentiellement vers le marché des pays de la périphérie riches en ressources et de peuplement européen, c'est-à-dire principalement l'Amérique Latine, du Nord et l'Océanie. Ces trois régions représentaient à elles seules plus de 70 % des investissements bruts anglais. La France et l'Allemagne exportaient elles plutôt leurs capitaux vers l'Europe Centrale, de l'Est et le Moyen-Orient. Les types de financements étaient aussi différents. Le Royaume-Uni orientait surtout ses capitaux vers la sphère privée, tandis que la France et l'Allemagne prêtaient surtout aux gouvernements.

L'autre limite à la puissance hégémonique du Royaume-Uni, était qu'il ne détenait pas le monopole du rôle de prêteur en dernier ressort à l'international. Il fut même souvent emprunteur en dernier ressort. Ce fut notamment le cas en 1890 avec la crise de la banque Baring, ou en 1906, lorsqu'à nouveau des pressions s'exercèrent sur la livre sterling et qu'elle ne fut sauvée que grâce à l'aide de la France et de l'Allemagne.

Ainsi, bien que le Royaume-Uni tint un rôle particulier dans le système d'étalon-or classique, il ne fut pas le seul à assurer la stabilité de ce système. Il se retrouva même à maintes reprises en position d'emprunteur en dernier ressort. Pour Eichengreen, contrairement à Kindleberger, l'existence d'une puissance dominante ne fut pas suffisante pour assurer la stabilité de l'étalon-or classique.

Nous venons de voir ainsi, comment à partir d'une situation où coexistaient différents régimes monétaires, l'étalon-or finit par émerger comme unique système monétaire international. Cette transition ne se fit pas cependant uniformément et sans heurts. Le délai d'adhésion à ce nouveau standard monétaire allait dépendre des bénéfices qui en étaient attendus, bénéfices en matière d'intégration commerciale et financière notamment, mais aussi des liens qui préexistaient à ce régime, comme la participation à un même standard monétaire, un empire, *etc.*. La qualité des institutions financières, en particulier la capacité d'un État à gérer le financement de ses dépenses publiques, allait également être déterminante dans l'aptitude à rejoindre et à maintenir ce régime, c'est-à-dire à le rendre crédible. Selon ces conditions, une distinction entre un centre de l'étalon-or stable et une périphérie instable allait se dessiner, soulignant l'hétérogénéité des participants à cet accord monétaire. Nous avons également vu dans ce chapitre comment ce régime monétaire était censé fonctionner théoriquement et comment il y parvint dans les faits, ainsi que les mécanismes de régulation de ce système mis en avant dans la littérature.

Nous allons voir dans le chapitre qui suit, comment l'étalon-or affronta la Première Guerre mondiale, réussit à s'y maintenir en apparence, et finalement s'effondra à l'issue du conflit.





## CHAPITRE 2

# Les bouleversements de la Première Guerre mondiale

---



---

L'étalon-or classique, qui se généralisa à l'ensemble du monde à partir des années 1870, grâce à un ensemble de facteurs historiques et stratégiques, offrit aux pays au cœur de ce régime, la stabilité de leur monnaie. Puis, en 1914, éclata la Première Guerre mondiale. Par sa violence, son ampleur, ce conflit bouleversa profondément l'ordre établi au XIX<sup>e</sup> siècle.

La carte de l'Europe fut profondément redessinée. La Révolution d'Octobre en 1917 eut d'importantes répercussions qui perdurèrent jusqu'au début des années vingt, prenant fin avec le traité de Riga en 1921 et le partage de la Silésie entre l'Allemagne et la Pologne. Entre temps, la Finlande, les États baltes, l'Ukraine, le Caucase et le Turkestan acquirent leur indépendance en 1917. En mars 1918 le traité de Brest-Litovsk amputa la Russie de  $770000\text{km}^2$  et de 28 millions d'habitants. Le démantèlement de l'Empire turc vit le retour à l'indépendance de nombreux pays. Mais pour certains comme la Grèce, seulement pour quelques années. La dislocation de l'Empire austro-hongrois eut aussi une répercussion majeure. L'Autriche-Hongrie fut découpée entre sept États. L'Autriche, se retrouva alors réduite en une petite nation à la capitale disproportionnée, coupée de ses principaux approvisionnements agricoles (la plaine danubienne), énergétiques (les pays tchèques) et sans accès à la mer (Trieste retournant à l'Italie). Le découpage de cet empire, en bouleversant les ordres économiques qui y régnaient, allait rendre instable sur les plans politiques et économiques cette partie de l'Europe tout au long des années vingt. L'Allemagne connut également d'importants changements territoriaux. Elle perdit  $70000\text{km}^2$  de surface et 7 millions d'habitants, son territoire fut scindé en deux par le corridor de Dantzig et elle fut privée des trois quarts de son approvisionnement en fer par la restitution de l'Alsace et de la Lorraine à la France.

En plus de ces conséquences géopolitiques, la guerre, eut des coûts humains et financiers terribles. L'effort de guerre que durent fournir les pays belligérants fut immense. Ils y engagèrent une grande partie de leurs ressources matérielles et humaines. La mobilisation des hommes fut jusque-là sans commune mesure. En France par exemple, plus de la moitié de la population active masculine fut mobilisée. L'effectif des armées dépassait constamment, comme en Allemagne, dix pourcent de la population totale. Les peuples, premières victimes des atrocités du conflit aspirèrent à sa fin, à une vie meilleure et différente de l'avant-guerre, les revendications sociales se firent plus fortes. La guerre vit aussi, avec

une intensité sans précédent, la mobilisation des ressources financières des pays. Toute l'économie était alors tournée vers l'effort de guerre. Les destructions et les pertes que cela engendra, n'en furent que proportionnelles.

	Pertes humaines	Pertes matérielles		
		Biens physiques	Richesse financière	Richesse totale
<b>Alliés</b>				
Royaume-Uni	3,6	9,9	23,9	14,9
France	7,2	59,6	80	66
Russie	2,3	14,3	...	
Italie		3,8	15,9	...
États-Unis	0,3	...	...	
<b>Pouvoirs centraux</b>				
Allemagne	6,3	3,1	51,6	54,7
Autriche-Hongrie	4,5	6,5	...	
Turquie, Bulgarie	6,8	...	...	

Tableau 2.1 – Pertes humaines, destruction de capital physique et pertes totales de richesse dues à la Première Guerre mondiale (en pourcentage du stock d'avant-guerre).

D'après les données de S.Broadberry et M.Harrison, *The Economics of World War I*, (2005).

Légende : les pertes humaines sont les décès de militaires considérés en pourcentage de la population active ; les pertes de biens physiques incluent les immeubles, navires, installations industrielles et autres richesses matérielles détruits ou endommagés du fait de la guerre ; la richesse financière est la variation du patrimoine financier net sur le reste du monde, y compris les réparations pour l'Allemagne et les dettes de guerre nettes pour l'Angleterre et la France

Aux dépenses des opérations militaires, limitées à la période des hostilités, s'ajoutèrent des charges plus durables d'indemnisation des populations et de reconstruction, notamment pour les pays théâtres des affrontements. Avec cette guerre, naquit une nouvelle catégorie sociale, qui pesa longtemps sur les budgets nationaux, celle des pensionnés de guerre. En France, leur nombre s'éleva à 2,4 millions de personnes, et comprenait les grands blessés et invalides de guerre, ainsi que les familles de disparus (Asselain, [1995])

Les dépenses des États augmentèrent donc énormément pour financer la guerre, mais aussi la reconstruction. Dans le cas de la France toujours, le budget passa de l'ordre de 10 % du PIB, à plus de 50 % (chiffres Delorme et André, [1983]). Le poids de l'État dans

---

l'économie s'accrut donc fortement. Sa place évolua aussi (Asselain, [1995]). En effet, pour assurer la mobilisation de toute l'activité vers la victoire, l'État s'immisça dans la production. Il étendit son emprise sur l'économie pour répondre aux besoins spécifiques de l'économie de guerre face aux pénuries et goulets d'étranglement. L'État joua ainsi un rôle décisif dans la régulation de l'activité et des conditions de travail. Et même si avec la fin du conflit, son rôle tendit à s'amenuiser, il en resta l'idée en définitive, qu'il était responsable en dernier ressort de la vie économique et sociale.

Avec l'explosion du budget des États pour faire face aux dépenses de guerre à court terme, et à plus long terme, celles de la reconstruction et des pensions de guerre, les pays belligérants durent trouver de nouvelles sources de financement. Quatre possibilités s'offrirent alors à eux, l'augmentation des recettes fiscales donc des impôts, l'endettement national, celui international et la création monétaire. Toutes ces solutions furent utilisées par les nations en guerre, mais selon des modalités et des intensités différentes. Nous verrons par la suite que ces choix de financement eurent des conséquences tout au long des années vingt.

La guerre vit aussi le retour d'une forte inflation à travers le monde, phénomène pratiquement disparu depuis les guerres napoléoniennes. Ajoutés à de profonds déséquilibres de balances de paiements pour les belligérants afin de subvenir aux besoins de guerre, ces phénomènes mirent le système monétaire international d'étalon-or à rude épreuve. Différentes mesures furent alors prises pour maintenir ce régime monétaire en façade. Cependant dans les faits, il ne survécut pas à la guerre et s'effondra peu de temps après.

Finalement, l'ensemble de ces déséquilibres modifia la hiérarchie des puissances mondiales. La guerre vit ainsi l'avènement des États-Unis comme puissance largement capable de rivaliser avec le Royaume-Uni. Ce dernier, atteint par les conséquences de la guerre fut cependant moins touché que des pays comme l'Allemagne ou la France, dont les centres financiers respectifs, Berlin et Paris, furent profondément affectés.

Pour des auteurs comme Eichengreen (1992), Temin (1989), ou Kindleberger (1976), ce fut dans ces puissants changements que la grande dépression trouva ses origines. La guerre détruisit les fondations sur lesquelles reposait le système d'étalon-or classique. Sa reconstruction sur des bases ébranlées, à la recherche d'une prospérité magnifiée, provoqua alors la grande dépression des années 1930.

Nous verrons donc dans le chapitre suivant, comment l'étalon-or affronta la guerre et réussit à être maintenu en apparence. Puis quelles furent les conséquences de la Grande Guerre sur ce système monétaire, conséquences qui affectèrent tout l'entre-deux-guerres.

## I Le régime d'étalon-or dans la Première Guerre mondiale

L'énorme coût financier de la guerre obligea les belligérants à suspendre la convertibilité-or de leurs monnaies. Le régime d'étalon-or continua cependant à fonctionner tout au long des hostilités, en maintenant l'idée qu'une fois la paix retrouvée, les anciennes parités-or seraient rétablies. Mais ce qui avait été anticipé comme une guerre courte, dont le coût n'excéderait pas 15 à 20 milliards de francs selon les estimations des autorités françaises pour leur pays, se transforma en une longue guerre de position dont les charges s'élevèrent finalement à environ 200 milliards pour la France (chiffres cités par Mouré [2002]). Le maintien du régime d'étalon-or permit aux différentes nations en guerre de se financer à moindres coûts, leurs créanciers étant assurés qu'ils seraient remboursés en or. Ce ne fut alors qu'après-guerre, avec les fortes fluctuations monétaires de cette période, que ces illusions s'envolèrent pour certaines nations. Nous allons donc voir dans la suite, comment les quatre principales nations au cœur de l'étalon-or classique réussirent à maintenir le régime d'étalon-or et donc à assurer la crédibilité de leur engagement à recouvrer les parités-or d'avant-guerre au cours du conflit.

Comme nous l'avons vu précédemment, la stabilité de l'étalon-or classique reposait pour des auteurs comme Bordo et Kydland (1995, 1996), sur l'engagement de l'État à maintenir la convertibilité-or de sa monnaie. En effet selon ces deux auteurs, ce fut grâce à la crédibilité de cet engagement que les nations purent résoudre le problème d'incohérence temporelle<sup>1</sup> de toute politique menée par un gouvernement. En s'engageant à maintenir la parité de sa monnaie, l'État contraignit alors les politiques monétaires et budgétaires qu'il peut mener. La convertibilité sert de mécanisme d'engagement. Si celui-ci est crédible, ce qui fut le cas pour les pays au cœur de l'étalon-or, alors les anticipations d'inflation des agents sont ancrées sur un régime bas et l'État peut lisser ses revenus en

---

1. Kydland et Prescott (1977), Barro et Gordon (1983)

profitant d'un endettement à bas coûts. Pour Bordo et Kydland (1995), cet engagement fut même considéré comme « a contingent rule », c'est-à-dire qu'un gouvernement pouvait suspendre temporairement la convertibilité de sa monnaie en cas de grande nécessité, mais d'origine externe telle une guerre. Les agents anticipaient alors qu'à terme, une fois la perturbation passée plus un certain temps d'ajustement, la convertibilité serait rétablie à son ancienne parité. L'État pouvait alors au cours de la période d'inconvertibilité se financer par seigneurage en émettant du papier-monnaie et aussi recourir à l'endettement, mais toujours dans des conditions avantageuses, les agents anticipant qu'à terme ils seraient remboursés en or aux anciennes parités. Cette clause échappatoire fonctionna selon ces deux auteurs pour le Royaume-Uni au cours des guerres napoléoniennes, pour la France, lors de la guerre franco-prussienne de 1870 et pour les États-Unis pendant la guerre civile, avec l'émission des « greenbacks ». Mais ce mécanisme n'était envisageable que pour les pays dont la crédibilité de l'ancrage aurifère de la monnaie était très forte.

Maintenant nous pouvons nous interroger sur la question de savoir comment cette clause fonctionna au cours de la Première Guerre mondiale pour l'Allemagne, les États-Unis, la France et le Royaume-Uni, c'est-à-dire les nations belligérantes au cœur du régime de l'étalon-or classique. Dans un premier temps nous verrons que la guerre entraîna la fin de la convertibilité pour ces nations. Puis dans un second temps, comment elles tentèrent cependant de maintenir la crédibilité de leur adhésion au régime d'étalon-or. Enfin dans le troisième temps, qu'elle fut l'efficacité de cet engagement pour financer leurs importantes dépenses de guerre.

## I.1 La suspension de la convertibilité-or

L'assassinat à Sarajevo du prince héritier d'Autriche-Hongrie, François Ferdinand, rendit la menace d'une guerre de plus en plus inévitable. Les marchés financiers réagirent à la montée des tensions entre États et les places financières à travers le monde chutèrent fortement. À Paris, les valeurs mobilières perdirent 10 % entre le 30 juin et le 27 juillet (Blancheton, [2001]). Les titres des industries et des chemins de fer américains baissèrent eux d'environ 15 % sur la même période. La plupart des bourses fermèrent temporairement. Dès le 27 juillet à Vienne et Bruxelles, le 31 à Londres (cette dernière ne rouvrit que le 4 janvier 1915), mais aussi Paris (réouvertures le 7 décembre), New York, Berlin, *etc.*

Les banques centrales accélérèrent la liquidation de leurs réserves de change et les citoyens thésaurisaient la monnaie et convertissaient leurs billets en or. Les déclarations de guerre au début d'août précipitèrent ce mouvement qui se transforma en crise financière internationale. Face à cette situation, les gouvernements réagirent pour protéger l'encaisse-or de leurs banques centrales et maintenir la liquidité de leurs économies. Différentes stratégies furent alors suivies par les quatre grandes puissances.

L'Allemagne et la France avaient déjà préparé quelques années avant la guerre, des stratégies en cas de conflit. Ces deux nations n'eurent alors qu'à les appliquer au déclenchement des hostilités. En France, comme le décrit Blancheton (2001), des mesures avaient été envisagées trois ans plus tôt. Le 11 novembre 1911, L'État et la Banque de France avaient passé deux conventions secrètes qui devaient entrer en vigueur en cas de mobilisation générale. Ainsi le 30 juillet 1914, pour contrecarrer la thésaurisation du numéraire et faciliter les transactions, la Banque de France reprit l'émission de billets de 5 et 20 francs, billets dont 1,5 milliard de francs avaient été préalablement imprimés et distribués dans ses agences. Le 2 août, un moratoire fut appliqué sur les dépôts et les comptes courants, limitant les retraits à 250 francs et 5 % du surplus. Il ne sera levé qu'en décembre 1914, la menace de panique bancaire s'estompant. Puis le 5 août, une loi proclama le cours forcé des billets de la Banque de France, la convertibilité interne du franc était alors suspendue. La monnaie commença à flotter sur les marchés de change. Cette même loi leva le plafond de la circulation fiduciaire à 12 milliards de francs et autorisait son relèvement par la suite par simple décret. Le montant des avances à l'État fut porté à 2,9 milliards, mais dès le 21 septembre, il était relevé à 6 milliards. Au cours de la guerre, il fut rehaussé encore à cinq reprises (Blancheton, [2001]).

En Allemagne de même, dès le déclenchement des hostilités, la convertibilité-or du mark fut suspendue par quatre décrets passés le 4 août 1914. Le premier suspendait l'obligation des banques d'échanger le papier monnaie contre de l'or. Le métal devenait alors inaccessible au public. Cependant la Reichsbank maintint son obligation de couvrir un tiers des billets émis par de l'or ou des devises. Un second décret autorisait la banque centrale à escompter les titres à court terme du trésor dans le but de couvrir les dépenses immédiates de l'État. Une troisième mesure supprimait la taxe prélevée sur la Reichsbank en cas d'émission de billets supérieure au ratio légal d'un tiers des réserves. Enfin le



quatrième décret établissait des bureaux de prêts, les Darlehnskassen, où les agents privés, mais aussi les municipalités, pouvaient hypothéquer leurs titres illiquides, notamment les titres de dette publique, contre des billets de ces agences. Ces billets étaient acceptés à leur cours légal par toutes les agences publiques et ils n'avaient pas besoin d'être couverts par les réserves d'or de la Banque. Ils étaient considérés comme réserve au même titre que le métal jaune et pouvaient servir comme base légale à l'émission de nouveaux billets par la Reichsbank. Ces quatre dispositions ensemble offraient donc la possibilité à la Banque d'imprimer autant de monnaie que souhaité pour financer le gouvernement et cela, malgré le ratio de couverture-or d'un tiers maintenu. Le procédé des avances à l'État avait déjà été utilisé lors de la guerre franco-prussienne de 1870 pour fournir suffisamment de liquidité aux banques et entreprises (Gross, [2009]).

L'Allemagne et la France suspendirent donc dès le début des hostilités la convertibilité de leurs monnaies. Ces mesures étaient cependant censées n'être que provisoires, la guerre ne pouvant être que courte, compte tenu de l'importance des ressources qu'elle nécessitait. De plus, une partie de ces mesures avait déjà été prise au cours de la précédente guerre entre ces deux nations, et le franc qui alors était devenu inconvertible, avait rapidement retrouvé son ancienne parité. Dans le cadre du régime d'étalon-or, ces mesures étaient donc acceptées, l'urgence de la situation permettant de suspendre temporairement l'attachement de la monnaie à l'or.

Pour le Royaume-Uni, en tant que première place financière mondiale, le déclenchement de la guerre eut un impact violent sur la City. Pour y faire face, le taux d'escompte fut porté de 3 % le 29 juillet 1914, à 10 % le 1er août. Le 30 juillet la bourse ferma et le 2 août un moratoire sur les « bill of exchange » acté, il sera reporté à plusieurs reprises. Le 6 août, la banque centrale était autorisée à émettre des billets sans contrepartie or, grâce au Currency and Bank Notes Act. De nouveaux billets de 1 livre et de 10 cents furent également émis. À partir du 8 août la situation s'améliora et le taux d'escompte put être abaissé à 5 %. Au cours de la guerre, il oscilla entre 5 et 6 %. Mais malgré cette tourmente, le Royaume-Uni ne suspendit pas la convertibilité-or de sa monnaie. Pour ce pays, maintenir la convertibilité de la livre était considéré comme primordial. Keynes, dans un rapport commandé par le Trésor anglais pendant les années de guerre, résumait alors la situation nationale. Londres étant le premier centre financier mondial,

et notamment le marché mondial de l'or, si cette position ne voulait pas être remise en cause une fois la guerre passée, le Royaume-Uni se devait de maintenir à tout prix la convertibilité de sa monnaie. La suspendre devait être la dernière mesure à prendre et il n'y avait aucune crainte à avoir sur des sorties massives d'or que la Banque d'Angleterre n'aurait pas pu supporter (Mouré, [2002]). Alors tout au long de la guerre, ce pays réussit à maintenir officiellement la convertibilité-or de la livre. Cette politique fut possible grâce à la puissance financière de Londres. Entre août et novembre 1914, ses réserves d'or avaient presque triplé, les résidents rapatriant leurs capitaux. Cependant en pratique, la convertibilité de la monnaie était quelque peu réduite. En effet, des appels au patriotisme encourageaient les gens à ne pas échanger leur monnaie contre de l'or ou à exporter ce métal. Des complications administratives permettaient aussi de limiter les conversions. De plus, la guerre sous-marine avait rendu les transports maritimes dangereux, augmentant alors le prix des assurances en cas de déplacement d'or en dehors des frontières. Les gains d'arbitrages étaient de ce fait limités. Le gouvernement s'octroya seulement le droit de saisir les importations de métal et d'en interdire la fonte. Mais avec l'allongement du conflit et son alourdissement financier, le gouvernement anglais dut se résoudre à restreindre légalement les exportations d'or privées en mai 1917. Cependant de nombreuses autorisations permettaient de contourner cette disposition, rendant peu effective cette interdiction (Eichengreen, [1992]). Ce ne fut que le 10 mai 1918 qu'elles furent totalement prohibées (Horn, [1995]). Ainsi, bien que le Royaume-Uni maintint officiellement l'étalon-or pendant presque toute la période de la guerre, les restrictions qui pesaient sur la convertibilité interne et externe de la livre, firent qu'officieusement elle ne l'était plus totalement.

Les États-Unis entrèrent en guerre en avril 1917. Cependant au déclenchement de la guerre, la crise financière internationale toucha également ce pays. La bourse de New York dut fermer le 30 juillet. Elle rouvrit partiellement le 28 novembre et définitivement un mois plus tard (Ferguson, [2008]). La liquidation de leurs avoirs étrangers par les bel-ligérants européens entraîna d'importantes sorties d'or pour les États-Unis, pays débiteur international. À cela s'ajoutait une course à la liquidité dans le pays. Face à ce risque de pénurie de liquidité, le Trésor américain autorisa les banques à émettre de la monnaie d'urgence (« emergency currency ») grâce à l'Aldrich-Vreeland Act. Les sorties d'or et

les tensions monétaires entraînèrent une baisse du dollar sur les marchés de change. Pour limiter la dépréciation de cette monnaie et éviter de devoir suspendre sa convertibilité, la banque centrale américaine nouvellement créée, incita en septembre 1914 les grandes banques new-yorkaises à s'abstenir d'exporter de l'or dans le but de réaliser des profits. Elle leur demanda également d'établir un « pool » de 100 millions de dollars, dans le but de soutenir la balance des paiements (Crabbe, [1989]). Puis à partir de novembre, la crise financière se calma et dès décembre, avec la dangerosité des transports maritimes et la forte augmentation des exportations de ce pays vers les Alliés, les entrées d'or avaient compensé les sorties des tout premiers mois. La valeur en dollar des exportations mensuelles américaines tripla entre août 1914 et le printemps 1915 (Eichengreen, [1992]). Le flux d'or s'inversa et les réserves de la Réserve Fédérale se mirent à s'accroître. Ainsi entre août 1914 et avril 1917, le stock d'or américain passa de 1,57 milliard de dollars, à 2,85 milliards et la couverture-or du dollar atteignit un maximum de 84 % en mars 1917 (Crabbe, [1989]). L'étalon-or américain ne fut donc jamais menacé au cours de cette période. Mais l'entrée en guerre de ce pays en avril 1917 entraîna une forte hausse des dépenses gouvernementales. Une partie de ces dépenses furent financées par création monétaire, de l'ordre de 20 % selon Rockoff (2005), provoquant une augmentation de la circulation fiduciaire. La couverture-or à l'armistice n'atteignait « plus que » 48,3 %. Le maintien de taux d'intérêt relativement faibles, notamment pour faciliter le financement de la guerre pour le gouvernement américain, mais aussi ceux alliés, favorisait alors les sorties d'or. Et malgré les appels au patriotisme et la mise en place de complications administratives pour les limiter, Wilson dut restreindre la possibilité d'exporter de l'or ou de s'engager dans des opérations en devises pour les citoyens américains en janvier 1918, dans le but de protéger l'encaisse de la Réserve Fédérale. Pour exporter ce métal, une autorisation du Trésor et de la banque centrale était nécessaire, mais rarement obtenue. La convertibilité externe de la monnaie était alors abolie. Mais celle interne était cependant maintenue officiellement. Cette suspension de la convertibilité externe de la monnaie fut levée en juin 1919.

Le déclenchement des hostilités entraîna pour la plupart des belligérants et notamment pour la France et l'Allemagne, la fin de la convertibilité-or de leurs monnaies. Le Royaume-Uni et les États-Unis l'abandonnèrent officieusement plus tard au cours du conflit. Ces

pays prirent également des mesures visant à maintenir la crédibilité de l'assise or de leurs monnaies, ainsi que celle de leur engagement à rétablir cette convertibilité une fois la guerre terminée. Le régime d'étalon-or n'était donc pas abandonné.

## **I.2 Maintenir le régime d'étalon-or**

Ces mesures prises au déclenchement de la guerre, étaient fondées sur l'idée d'une guerre courte. Mais avec l'allongement des hostilités, de nouvelles dispositions étaient nécessaires pour maintenir la crédibilité du régime d'étalon-or. Elles s'articulèrent alors autour des deux fondamentaux de l'étalon-or, sa convertibilité interne, donc le ratio de couverture-or de la circulation fiduciaire, et la convertibilité externe, c'est-à-dire le maintien des parités de change.

### **I.2.1 Protéger l'encaisse-or de la banque centrale**

Pour maintenir la crédibilité de l'étalon-or malgré la suspension de sa convertibilité officielle, ou officieuse dans le cas des États-Unis et du Royaume-Uni, les réserves métalliques des banques centrales devinrent un élément fondamental de cette stratégie. Cependant là aussi, les quatre nations ne suivirent pas les mêmes.

Pour l'Allemagne et la France, l'or détenu par leurs banques centrales demeura au cours de la guerre, un symbole fort du maintien de la crédibilité de l'engagement à rétablir leurs parités-or à l'issue du conflit. Malgré l'abandon temporaire de la convertibilité, la continuité de leur adhérence au régime d'étalon-or devait être elle maintenue. Mouré (2002) montre dans le cas de la France, l'importance psychologique de la proportion des réserves d'or par rapport aux billets en circulation. De même Gross (2009), met en avant dans le cas de l'Allemagne, la même sanctuarisation des réserves d'or dans les coffres de la Reichsbank. La couverture-or de l'émission de billets permettait de maintenir la confiance dans la monnaie. Ce pays maintint d'ailleurs comme nous l'avons vu, le ratio légal de couverture tout au long de la guerre, bien qu'il fut contourné avec l'utilisation des Darlehnskassen.

Ainsi, ces deux pays se lancèrent dans des politiques visant à accroître leurs réserves métalliques. Dès avant-guerre, l'Allemagne d'abord, puis la France à partir de début 1912, avaient menées de telles stratégies visant à augmenter leurs stocks, notamment

par la liquidation de leurs devises (Eichengreen, [1992]). Cet auteur reprend les données d'Anderson (1919), qui calcule que ces deux pays plus la Russie, dont la politique de conversion ne commença qu'à partir du printemps 1914, augmentèrent leurs réserves d'or de 360 millions de dollars dans les 18 mois précédant la guerre. Cela, largement aux dépens des États-Unis. Au déclenchement de la guerre, la suspension de la convertibilité fut alors une mesure de préservation des stocks métalliques des banques centrales. Puis avec le prolongement de la guerre, la politique de l'or de ces deux pays s'intensifia. En France, son exportation privée fut interdite le 3 juillet 1915 à la demande de la Banque de France. Des campagnes furent lancées pour encourageant le public à échanger ses pièces d'or contre des billets (Mouré, [2002]). La Banque de France organisa des comités de l'or dans toute la France pour mener une propagande à travers des affiches, lectures, *etc.*, visant à inciter les gens à apporter leur or. Même l'Église catholique servit cette cause. Cette campagne permit alors de récolter 2400 millions de francs-or, soit à peu près la moitié des pièces d'or en circulation. À la fin de la guerre, les réserves métalliques atteignaient 5477 millions, dont 3440 en caisse (une partie était déposée comme garantie de crédit à la Banque d'Angleterre), contre 4141 millions de francs-or fin juillet 1914 (Mouré, [2002]). Mais fin 1918, le ratio de l'encaisse-or sur la circulation fiduciaire ne s'établissait plus qu'à 18 %. En Allemagne, le même type de mesures fut mené sous la propagande du gouvernement et avec l'appui de la presse et des économistes allemands (Gross, [2009]). L'objectif là aussi était de collecter l'or détenu par le peuple, sachant qu'avant-guerre, la proportion de billets en circulation dans ce pays par rapport aux pièces d'or était beaucoup plus faible que dans les autres grandes puissances européennes. Cette campagne fut très efficace et fin 1916, pratiquement tout le métal doré avait été retiré de la circulation (Gross, [2014]). L'or détenu dans les coffres de la Reichsbank atteignait ainsi 2503 millions de marks en septembre 1916, et même 2563 millions au même mois de 1918. À la fin de la guerre, le ratio des réserves sur la circulation fiduciaire s'établissait à 34 %, soit au-dessus de la limite légale. Mais si l'on retirait des réserves les Darlehnskassenscheine, donc en ne prenant en compte uniquement les réserves métalliques, l'or ne couvrirait plus que 8 % (Gross, [2009]).

Pour les États-Unis et le Royaume-Uni, dont la convertibilité interne n'avait pas été suspendue, les stratégies autour de l'encaisse-or ne répondirent pas aux mêmes attentes.

Dans le cas américain, si au début de la guerre leurs stocks métalliques diminuèrent, la hausse des exportations, notamment vers les Alliés, fit fortement croître ses réserves. Avec l'entrée en guerre et l'émission fiduciaire que cela entraîna, le rapport encaisse-or sur circulation diminua, atteignant 48,3 % à l'armistice, soit largement au-dessus du ratio légal. Et seules des mesures de dissuasions furent nécessaires pour limiter les conversions internes. En janvier 1918 et ce jusqu'en juin 1919, une forte restriction des exportations d'or aida à maintenir le stock. Dans le cas du Royaume-Uni, la situation fut quelque peu différente. Si là aussi ce pays n'avait pas officiellement suspendu la convertibilité interne de sa monnaie, elle fut cependant limitée par l'interdiction de la fonte et des mesures de dissuasion. Mais le Royaume-Uni avait une vision différente de celle de la France et de l'Allemagne sur le rôle de l'or. Pour cette nation, le métal était fait pour être utilisé, notamment pour le paiement des importations. Il ne devait pas être simplement conservé dans des coffres comme un « trésor de guerre ». Pour la Banque d'Angleterre, la proportion des réserves d'or par rapport à la circulation fiduciaire avait peu d'influence sur la confiance du public dans la monnaie (Mouré, [2002]). Entre 1914 et 1918, la Banque reçut cependant des dépôts en or de la France et de la Russie en échange, ou en gage, de financements pour leurs importations. Ainsi, sur les 3 milliards de francs en or que la France exporta pendant la guerre, les deux tiers consistèrent en des dépôts à Londres qui devaient être retournés après-guerre. De plus, plusieurs accords furent passés entre ces trois pays pour assurer des transferts d'or vers le Royaume-Uni au cas où les réserves de la banque centrale de ce dernier passaient en dessous d'un certain seuil. Seuil qui fut défini en février 1915 à 80 millions de livres.

### **I.2.2 Maintenir le taux de change**

La crédibilité du régime d'étalon-or dépendait également du maintien des taux de change à des parités proches de celles d'avant-guerre. Cela permettait en effet de rendre plus plausible un retour à la normale une fois le conflit fini. De plus, les belligérants voyaient dans la dépréciation de leurs taux de change respectifs, une menace à l'encontre de leur stabilité financière et de leur sécurité militaire (Eichengreen, [1992]). D'un point de vue psychologique, le maintien d'un cours de change proche des anciennes parités, permettait de démontrer leur solidité financière, ainsi que la solidarité qui existait entre

les différents alliés. Financièrement, un taux de change élevé réduisait aussi le prix des importations, élément déterminant dans la poursuite de la guerre. Comme l'État était le principal acquéreur des importations, cela limitait son déficit et donc réduisait quelque peu les problèmes de financement.

Ainsi dans le camp des Alliés, assurer une certaine fixité des changes était considéré comme essentiel. Cependant, les trois pays présentaient des situations très différentes. Les États-Unis ne durent suspendre la convertibilité externe du dollar qu'en janvier 1918 et la rétablirent en juin 1919. Jusqu'à leur entrée en guerre en avril 1917, les forts excédents commerciaux qu'ils réalisaient avec leurs alliés accrurent leur stock d'or et la demande de dollar. Leur monnaie n'était alors aucunement menacée et ne souffrit aucune pression. Puis, à la suite de leur entrée dans le conflit, la nécessité de financer les déficits budgétaires liés à l'effort de guerre poussa le pays à augmenter son émission de papier monnaie, favorisant alors l'inflation déjà en cours. Il dut alors suspendre temporairement la possibilité pour ses citoyens de s'engager dans des opérations en devises. Mais la valeur externe du dollar ne fut jamais menacée, protégée par des excédents commerciaux toujours aussi importants. Le taux de change avec cette monnaie demeura tout au long de la guerre la devise clé pour la France et le Royaume-Uni (Eichengreen, [1992]). La situation fut cependant très différente pour ces deux nations. Après une phase d'appréciation de leurs monnaies par rapport au dollar au déclenchement des hostilités, les citoyens de ces pays rapatriant leurs fonds, le franc et la livre baissèrent, les déficits commerciaux nécessaires pour répondre aux besoins de guerre poussant ces monnaies à la baisse. Mais là aussi, ces deux puissances ne présentèrent pas la même situation.

Dans le cas du Royaume-Uni, la stabilisation de la livre par rapport au dollar fut plus aisée. En effet, même si les déficits commerciaux anglais avaient fortement augmenté pendant la guerre, atteignant la somme de 2,1 milliards de livres entre 1914 et 1918, l'importance des actifs étrangers détenus par les résidents anglais rendait la balance des revenus largement excédentaire. Les revenus invisibles passèrent par exemple de 315 millions de livres en 1914, à 580 millions en 1918. La balance courante britannique demeura donc positive pour les années 1914, 1916 et 1917 (Broadberry et Howlett, [2005]). Dans le cas de la balance des capitaux, le Royaume-Uni emprunta beaucoup à l'extérieur au cours de la guerre. La somme des emprunts étrangers réalisés pendant cette période atteignit



1365 millions de livres à la fin de l'année fiscale 1918-1919, dont 75 % auprès des États-Unis et 9,9 % auprès du Canada, les deux plus importants contributeurs. Mais sur cette même période, le Royaume-Uni prêta également beaucoup à ses alliés, soit 1741 millions, c'est-à-dire plus qu'il n'emprunta lui-même. Environ 10 % de ces financements furent à destination de son empire, 32,6 % vers la Russie, son plus gros emprunteur, 25 % pour la France et 23,7 pour l'Italie (Broadberry et Howlett, [2005]). Cependant, les échanges du Royaume-Uni avec les États-Unis étaient fortement déséquilibrés en faveur de ces derniers. Le déficit de la balance commerciale avec ce pays passa de 74 millions en 1914, à 227 en 1916. La défense de la livre contre le dollar était donc nécessaire pour empêcher une trop forte dépréciation vis-à-vis de cette monnaie. Ce que le gouvernement anglais réussit, la décote de sa monnaie atteignant un point bas en octobre 1915, en étant passée de 4,86 dollars pour 1 livre, à 4,49 dollars, soit une baisse maximale de 7,6 %. Avec l'entrée en guerre américaine, la livre remonta quelque peu et fut maintenue plus ou moins stable à 4,76 dollars, soit une décote de seulement 2 % (Broadberry et Howlett, [2005]).

Dans le cas de la France, le maintien d'une stabilité des changes avec le dollar fut plus difficile. En effet, en plus de la mobilisation générale qui priva l'économie de plus de 8 millions d'actifs, l'occupation des régions du nord et de l'est déposséda le pays d'une part importante de son potentiel industriel et énergétique et désorganisa massivement l'appareil productif. Au cours de la guerre, l'activité en France recula de 36,1 %, contrairement au Royaume-Uni où celle-ci augmenta de 14,8 % (Broadberry et Harrison, [2005]). Le recours massif aux importations fut donc essentiel pour répondre aux besoins de guerre. Le déficit commercial français fut multiplié par près de 5 en 1915 par rapport à 1913 et 1914, par 10 en 1916 et par 14 en 1917, année où il atteignit son niveau le plus élevé. Ainsi, sur l'ensemble de la guerre, les déficits commerciaux se cumulèrent à hauteur de 60 milliards de francs, dont 40 % envers les États-Unis, 30 % envers le Royaume-Uni, le reste se répartissant entre différents plus petits fournisseurs. La balance des revenus se détériora également fortement, se limitant alors à la perception des revenus des titres souscrits auprès des pays neutres et au paiement des soldes des soldats alliés présents sur son territoire. Le déficit courant atteignit alors 40 milliards sur l'ensemble de la guerre. Si jusqu'aux premiers mois de 1915 le franc résista bien par rapport à la livre et au dollar, avec l'installation dans une guerre de position, les besoins de l'armée française s'accrurent



et donc, la nécessité de recourir toujours plus aux importations. Le déficit commercial se creusa. Le franc se déprécia alors par rapport aux monnaies américaines et anglaises, atteignant une baisse maximale de 15 % par rapport au dollar début 1915. Face à cette situation, un accord eut lieu en mai 1915 entre le Royaume-Uni et la France, dans le but de stabiliser leur taux de change grâce à une augmentation des crédits anglais. Avec l'entrée en guerre des États-Unis, les avances massives consenties par le Trésor américain directement au Trésor français permirent également de soutenir le franc. Il put alors être stabilisé à un niveau plus élevé, avec une décote de 12 %. Puis dans les derniers mois de la guerre, alors que la victoire semblait se dessiner, le franc remonta et n'enregistrait plus qu'une baisse de 5 % (Blancheton, [2001]).

Pour soutenir leurs monnaies face au dollar, la France et le Royaume-Uni cherchèrent alors à se procurer cette devise hors marché dans le but de financer leurs importations. Pour y parvenir, elles recoururent à trois stratégies. Dans un premier temps, elles réglèrent leurs importations par des transferts d'or emprunté à leurs banques centrales. Mais cette option fut rapidement abandonnée, la France souhaitant garder son encaisse métallique intacte et le Royaume-Uni ayant rapidement épuisé une partie de la sienne. De plus, les versements d'or n'étaient pas toujours considérés comme bienvenus par les pays exportateurs, car ils favorisaient l'inflation dans ces pays. La France et le Royaume-Uni payèrent ensuite une partie de leurs importations avec l'emprunt, ou l'achat, de titres étrangers présents dans les portefeuilles de leurs résidents. À partir de juin 1915, le gouvernement français offrit une prime de 25 % sur les dividendes et les intérêts des titres de chemins de fer américains vendus sur les marchés américains. Ainsi, au cours de la guerre, environ 70 % des actifs américains détenus par des Français furent liquidés. Mais la somme des actifs étrangers détenus dans les portefeuilles français vendus sur cette période ne représenta qu'un peu moins de 8 %. Dans le cas anglais, le gouvernement procéda également à l'achat de titres américains détenus par ses résidents. Il s'arrogea même le droit en janvier 1917 de les réquisitionner. Le Royal Institute of International Affairs estimait en 1937, que 251 millions de livres en titres américains et 34 millions de titres canadiens furent vendus entre 1914 et 1921 par le Royaume-Uni, soit environ un quart de tous les titres étrangers détenus par les Anglais, ou 70 % de leurs titres américains (chiffres cités par Eichengreen, [1991]). Enfin, le troisième mode de financement des déficits commerciaux fut par l'obten-

tion de crédit. En France, ils s'élevèrent à 30 milliards de francs et furent principalement souscrits auprès des États-Unis et du Royaume-Uni. Pour les crédits américains, jusqu'à l'entrée en guerre de ces derniers, la France et le Royaume-Uni se financèrent directement sur le marché, notamment grâce à l'entremise de la banque Morgan. Puis à partir d'avril 1917, le gouvernement américain prêta directement à ses deux alliés grâce aux avances réalisées par le Trésor. Entre avril 1917 et novembre 1920, ces avances s'élevèrent à 4,2 milliards de dollars pour le Royaume-Uni et à 2,97 milliards pour la France. Mais une partie de ces financements étaient redistribués par ces deux bénéficiaires à leurs autres alliés.

Malgré les difficultés à soutenir leurs taux de change, la France et le Royaume-Uni, laissèrent le marché des changes relativement libre. En France, aucune mesure ne fut prise avant 1917 pour essayer de le contrôler. Mais le 6 juillet 1917, le ministère de Finances créa la Commission des changes dans le but de le surveiller et de proposer des solutions pour réprimer la spéculation. Aucune mesure coercitive n'était cependant envisagée. Le 31 juillet, une circulaire fut simplement envoyée aux banques pour leur rappeler qu'elles devaient s'abstenir de spéculer. Finalement, le 3 avril 1918, une loi interdit l'exportation de capitaux en vue de réaliser des placements, des dépôts, ou de spéculer. Mais les nombreuses dérogations à cette loi, la rendaient peu effective (Blancheton, [2001]). De même dans le cas anglais, en plus de dissuasions morales ou administratives, le marché des changes resta libre. Ce ne fut qu'en 1916 que l'exportation de capitaux privés fut interdite au Royaume-Uni. Mais là aussi des dérogations étaient possibles (Broadberry et Howlett, [2005]).

Les puissances centrales tentèrent également de stabiliser leurs taux de change et de les soutenir après l'abandon de leurs convertibilités. Elles furent cependant moins efficaces que les Alliés dans la réalisation de cet objectif, pour deux raisons en particulier. Dans un premier temps, la valeur externe de leurs monnaies était une variable moins essentielle pour ces pays, car ils dépendaient beaucoup moins des importations pour leurs efforts de guerre. En effet, dans le cas de l'Allemagne, au cours du conflit, ses importations chutèrent de 40 à 60 % par rapport à la période d'avant-guerre. Et bien que ses exportations diminuèrent encore plus, son déficit commercial ne représentait « que » 50 % de ses exportations, à comparer aux 78 % de la France en 1917 et 1918 (Ritschl, [2005]). Les importations

allemandes atteignirent leur maximum en 1917 et représentèrent seulement 9 % du produit national brut. En 1913, elles correspondaient à 19 % du PNB. Cette moindre dépendance à l'extérieur était en grande partie due au blocus maritime imposé par le Royaume-Uni, ainsi qu'à la difficulté pour les puissances centrales d'obtenir des prêts internationaux pour financer leurs balances des paiements. En effet, l'autre raison du peu de réussite de la stratégie de change de l'Allemagne, était qu'elle n'avait pratiquement pas accès au financement externe. Elle ne put par exemple emprunter qu'entre 27 et 35 millions de dollars sur le marché américain, avant l'entrée en guerre de ce pays. Le Royaume-Uni et la France levèrent sur la même période deux milliards (Gross, [2009]). De même en Suisse, pays neutre et prêteur international, l'Allemagne n'eut pas plus de réussite, les pays de l'Entente et plus particulièrement la France, y dominant le marché des émissions de titres de guerre étrangers (Blancheton, [2001]). L'Allemagne tenta cependant d'aider ses alliés par des prêts visant à soutenir leurs monnaies. Elle prêta ainsi 800 millions de marks en or à l'Empire ottoman et 3,5 milliards à l'Autriche-Hongrie. Une tentative de mise en commun des ressources en devises avec ce dernier pays fut même tentée, mais le manque de ressources de ces deux empires la fit échouer. L'Allemagne mena cependant une politique de contrôle efficace de son faible stock de devises. Ainsi, dès le début des hostilités, l'État forma sous son contrôle le Comité de guerre de l'industrie allemande. Ce dernier se voyait chargé, entre autres, de superviser l'organisation du commerce extérieur et donc la gestion des devises (Asselain, [1995]). Ce pays mobilisa également les avoirs étrangers de ses citoyens. Le gouvernement demanda dans un premier temps aux banques d'encourager leurs clients à lui vendre ces avoirs. Puis avec l'aggravation de la pénurie de monnaies étrangères, en les y forçant. Cependant le stock des actifs étrangers était bien moindre qu'au Royaume-Uni ou en France, en cause, la moindre importance de Berlin comme place financière internationale avant-guerre et la plus faible exportation de capitaux par ses citoyens. Mais malgré la rigueur des contrôles et la moindre dépendance allemande aux importations pour nourrir l'effort de guerre, l'Allemagne ne réussit pas aussi bien que les Alliés à limiter la dépréciation de sa monnaie et elle ne put empêcher une divergence des cours de change entre les empires centraux.

### I.3 La crédibilité du régime d'étalon-or

Malgré la suspension de leur convertibilité-or par la majorité des belligérants au cours de la guerre, ceux-ci tentèrent de maintenir l'apparence de ce régime à travers les politiques d'encaisse-or de leurs banques centrales et le soutien à leurs taux de change. Ces mesures devaient assurer la confiance dans la monnaie et favoriser le retour aux anciennes parités-or après la guerre. La crédibilité de cet engagement devait alors permettre aux gouvernements en guerre de se financer plus aisément, l'étalon-or n'étant que temporairement suspendu. Son rôle « as a contingent rule » selon Bordo et Kydland (1995) devant jouer pleinement.

#### I.3.1 Le financement de l'effort de guerre

La durée du conflit et l'intensité de la guerre entraînèrent une mobilisation des ressources des belligérants sans commune mesure avec le passé. L'effort de guerre consenti fut immense.

	Allemagne	États-Unis	France	Royaume-Uni
1913	9,8	1,8	10	8,2
1914	23,9	1,9	22,3	23,5
1915	43,8	1,9	46,4	52,4
1916	50,3	1,5	47,2	63,7
1917	59	3,2	49,9	61,3
1918	50,1	16,6	53,5	49,4

Tableau 2.2 – Part des dépenses publiques dans le revenu national pour les quatre principaux belligérants (en pourcentage du PIB à prix constants).

D'après les données de S.Broadberry et M.Harrison, *The Economics of World War I*, (2005).

Pour financer cette explosion des dépenses, de nouvelles ressources budgétaires devaient être trouvées. Les États recoururent alors aux trois voies classiques du financement budgétaire : l'impôt, l'endettement et la création monétaire. S'ils firent appel à ces trois options dans des proportions différentes, Balderston (1989) montre que leurs structures de financement étaient tout de même relativement proches.

Ainsi, la France finança ses dépenses de guerre par l'impôt à hauteur de 15 % du coût de la guerre, par un endettement à court et moyen terme en bons et obligations

de la Défense nationale pour 35 %, par emprunts à long terme pour 22 %, par la dette extérieure pour 17 % et par création monétaire pour 11 %. Le recours à un emprunt court fut d'abord justifié par la perspective d'une guerre courte, et avec l'idée que l'Allemagne paierait le coût de la guerre. Mais face à l'allongement des hostilités et l'importance de la dette flottante, quatre grands emprunts de consolidation furent émis entre 1914 et 1918 (le premier fin 1915 et seuls les trois premiers financèrent directement la guerre). Le recours aux avances atteignit 18,42 milliards de francs à l'armistice, faisant alors passer la circulation fiduciaire d'environ 6 milliards de francs avant la guerre, à 30 milliards en novembre 1918. À cette date, l'encaisse-or de la Banque ne couvrait plus que 18 % de la circulation. Blancheton (2001) souligne que l'effort fiscal de la France au vu des ressources disponibles, aurait pu être plus important.

Dans le cas anglais, d'après les données de Broadberry et Howlett (2005), l'effort de guerre fut financé à hauteur de 25 % par les impôts, 42,6 % par de la dette à long terme, 14,6 % par celle à court terme et à 3,3 % par de la création monétaire directe, et les 11 % restants par d'autres moyens selon les deux auteurs. Le Royaume-Uni fut des trois combattants engagés dès le début des hostilités, celui qui réussit à augmenter le plus la pression fiscale sur ses citoyens pour financer la guerre. De 1915 à au moins 1917, la politique budgétaire anglaise reposa sur la règle MacKenna, dont l'objectif était d'augmenter suffisamment les ressources fiscales de l'État pour couvrir les dépenses normales en temps de paix, plus les charges d'intérêts des emprunts de guerre. La hausse de la fiscalité se fit essentiellement sur le capital et les revenus, faisant passer la fiscalité d'un système reposant principalement sur les taxes indirectes, à un système s'appuyant plus sur la taxation directe. Blancheton (2001) note que l'effort fiscal fut certainement plus aisé dans ce pays contrairement à la France ou à l'Allemagne, car les combats ne se situèrent pas sur son sol et que l'activité de ce pays augmenta au cours de la guerre, contrairement aux deux autres. Mais malgré cet important effort fiscal, la circulation fiduciaire (M3), passa d'une base 100 en 1913, à 232 en 1919.

Les États-Unis, qui entrèrent en guerre à partir d'avril 1917 usèrent également de ces trois méthodes pour financer l'augmentation de leurs dépenses. Pour cela, ils recoururent à hauteur de 22 % à l'impôt, en augmentant notamment fortement l'impôt sur le revenu, celui-ci atteignant un maximum de 63 % pour certaines catégories. Ils émirent également

des titres à long terme placés auprès du public, les Liberty loans, puis les Victory loans après l'armistice. Ils couvrirent 58 % de l'effort de guerre américain. Enfin, le financement monétaire de la guerre intervint pour 20 % selon les estimations de Rockoff (2005), dont 5 % par une création monétaire directe et 15 % indirecte. L'auteur distingue ces deux types de création monétaire. La première correspondit aux volumes de monnaie et de dépôts créés par la banque centrale, c'est-à-dire la monnaie émise en contrepartie de l'acquisition par la Réserve Fédérale de dette publique. La création monétaire indirecte correspondit alors aux dépôts supplémentaires produits par les banques commerciales et donc non couverts « un par un » par des réserves. Entre 1914 et 1918, l'agrégat M2 fut multiplié par deux et le coût de la vie augmenta de 77 %. Le ratio de la circulation fiduciaire par rapport aux réserves-or passa d'un maximum de 84 % en mars 1917, grâce aux prodigieux excédents commerciaux de la période de neutralité, à 48,3 % à la fin de la guerre (Crabbe, [1989]).

Dans le cas allemand, de nombreuses études trouvent l'origine de l'inflation de guerre, puis de l'hyperinflation allemande à partir de 1923, dans la mauvaise gestion du financement de la guerre par le gouvernement et la banque centrale, les accusant d'avoir trop recouru à la création monétaire. Mais Balderston (1989) montre au contraire que le système de financement allemand fut proche de celui des Alliés, même s'il s'appuya un peu plus sur l'endettement. En effet, 13,8 % des dépenses furent couvertes par l'impôt et le reste par l'endettement. Ces chiffres sont alors assez proches de ceux anglais et surtout français. La dette allemande était financée par l'émission de dette à court terme qui était acquise par la Reichsbank ou des institutions financières. Puis deux fois par an, à l'automne et au printemps, soit neuf fois au cours de la guerre, l'État émettait de la dette à long terme qui était souscrite par le public et permettait ainsi d'épurer une grande partie de la dette flottante. Cependant à partir de 1916, avec la forte hausse des dépenses liées au programme Hindenburg, la dette flottante dut être de plus en plus monétisée par les Darlehnskassen, le marché des titres publics n'étant pas suffisamment profond pour absorber toutes les émissions (Gross [2009]). À la fin de la guerre, la dette courte représentait 30 % de la dette totale. Ritschl (2005) évalue la part de la dette qui fut monétisée à environ 15 % jusqu'en 1917, et 18 % pour la seule année 1918. La masse monétaire augmenta alors de 599 % dans ce pays.

Les différents modes de financement employés par les belligérants eurent des conséquences sur leur endettement interne et le niveau général des prix dans ces pays. La dette interne rapportée aux PIB de 1920 atteignit alors 164 % en France, 126 % au Royaume-Uni et 27 % aux États-Unis (chiffres d'Eichengreen, [1992]). De plus, l'importance du financement monétaire et la hausse de la circulation fiduciaire, en plus des tensions sur les capacités de production, poussèrent alors les prix à la hausse. Après avoir presque disparu pendant un siècle pour certains de ces pays, l'inflation était de retour. En France, les prix de détail augmentèrent de 107 %, ceux de gros de 238 %. Au Royaume-Uni, la hausse des prix de détail fut de 99 % (Broadberry et Howlett, [2005]). De 57 % en 1918 et 78 % jusqu'en 1919 pour les États-Unis. En Allemagne, l'augmentation des prix fut légèrement plus forte, mais dans des proportions équivalentes (Balderston, [1989]). Il faut cependant noter que de nombreux prix étaient contrôlés, notamment en France et plus particulièrement en Allemagne. Les pressions inflationnistes sous-jacentes ne furent alors pas les mêmes selon l'intensité effective de ces contrôles. Ainsi, selon Balderston (1989), si les hausses de prix furent assez similaires au Royaume-Uni et en Allemagne, les risques inflationnistes étaient beaucoup plus forts pour cette dernière, les contrôles des prix y étant plus fermes. L'existence d'un important marché noir reflétait également ces tensions.

### **I.3.2 La crédibilité du régime d'étalon-or à travers le financement de la dette publique**

Nous venons de voir qu'au cours de la guerre les dépenses des belligérants augmentèrent vertigineusement. Pour les financer, les États recoururent alors massivement à la dette, courte et longue, faisant alors exploser leurs ratios d'endettement. Ils usèrent également de la création monétaire pour assurer la continuité de leurs paiements, favorisant le retour de l'inflation. Cet apport de monnaie fiduciaire fit baisser leurs ratios d'encaisse-or sur circulation bien en dessous des minimums légaux pour ces trois nations européennes. La forte hausse de leurs importations entraîna de plus une dépréciation de leurs taux de change. Ainsi, l'effort que ces pays devraient consentir à la fin du conflit pour rétablir la convertibilité interne et externe de leurs monnaies à leurs parités d'avant-guerre, paraissait énorme, en particulier pour la France et l'Allemagne. Malgré cela, la demande de titres publics ne faiblit jamais dans ces nations et elles réussirent à placer d'importants volumes

de dettes.

En France, une grande partie de cet endettement était à court terme, 35 %, faisant peser à tout moment le risque d'un non-renouvellement des titres si la défiance l'emportait. Or, comme le montre Blancheton (2001), tout au long de la guerre, ces titres furent massivement souscrits par le public, leur montant détenu atteignant plus de 30 milliards de francs à l'armistice. Ces bons portaient un intérêt de 5 % payable d'avance, un rendement élevé pour l'époque, du moins avant que l'inflation ne fasse jour. La France émit également quatre grands emprunts de consolidation, des rentes au taux nominal de 5 %. Ces emprunts rapportèrent alors respectivement 13,3 milliards de francs, 10,08 milliards, 10,2 milliards et 22,16 milliards pour le dernier qui intervint après la signature de l'armistice. L'importance des ressources levées à court, moyen et long terme, grâce à l'endettement auprès du public, et cela alors même que les prix doublèrent sur cette période et que les bons proposèrent toujours un rendement effectif aux alentours de 5,7 %, démontre bien que le public avait une totale confiance dans la volonté et la capacité du gouvernement et de la Banque de France de rétablir la convertibilité-or du franc à son niveau d'avant-guerre.

En Allemagne de même, la demande de titres de dette publique par les particuliers et les institutions financières privées, fut très importante tout au long de la guerre, montrant ainsi la confiance qu'avaient les agents dans l'engagement des autorités à rétablir la convertibilité de leur monnaie après-guerre (Gross [2009]). Comme nous l'avons vu, le financement par endettement du Reich fonctionnait en deux étapes. L'État émettait continuellement des bons du Trésor qui étaient acquis par la Reichsbank et les banques privées, puis deux fois par an, il émettait des titres à long terme auprès du public. Il en émit neuf au total. Gross (2009) montre que les titres à court et long terme furent toujours très demandés. En effet, avant la forte augmentation des dépenses d'armement liées au programme Hindenburg à partir du début de l'année 1916, mais dont les effets sur les finances publiques ne se firent sentir qu'à partir de la fin 1916, entre 25 et 50 % des bons du Trésor étaient acquis par les institutions privées. Puis après la hausse de leurs émissions pour répondre aux besoins accrus de financement, cette part passa à plus de 60 %, montrant alors la confiance toujours plus grande des agents privés dans l'étalon-or allemand. L'État réussit aussi toujours à placer ses titres longs auprès du public. Jusqu'à la fin 1916, il n'y eut jamais plus de 9 milliards de bons du Trésor en circulation, les em-



prunts longs réussissant toujours à en absorber une très grande partie. Après le lancement du programme Hindenburg, le volume des titres courts en circulation ou monétisés par la Reichsbank augmenta, atteignant à la fin de la guerre 30 % du total de la dette allemande. Mais cette hausse n'était pas due au fait que le public ne souhaitait plus acquérir de dette publique, mais plutôt au fait que les marchés financiers allemands n'étaient pas assez profonds. En effet Balderston explique l'incapacité du marché allemand à absorber la dette et donc la nécessité de recourir à la monétisation, par la moindre maturité des marchés financiers allemands par rapport à ceux français et anglais notamment. Ainsi, au cours de la guerre, le public et les institutions privées absorbèrent une très grande partie de la dette allemande, à des taux relativement faibles, entre 4,5 et 5 % et cela malgré une hausse de sa monétisation, la forte augmentation de la circulation fiduciaire qui en découlait et le contournement du ratio légal des encaisses sur la circulation. Cette situation fut possible grâce à la grande confiance des agents dans l'engagement de l'État à rétablir la convertibilité-or de la monnaie après la guerre. Gross montre que cette confiance reposait essentiellement sur l'acceptation par le public de la monnaie, et par l'idée qu'une partie de cette dette serait amortie par la perception d'indemnités après la victoire, comme lors du précédent conflit de 1870. Et si au cours de l'année 1917 la demande de titres se tassa légèrement, après le traité de Brest-Litovsk et la victoire sur le front de l'est, le premier emprunt de 1918 fut parmi les plus massivement souscrits en Allemagne au cours du conflit. Gross conclut que l'effondrement financier de l'Allemagne ne vint qu'après l'écroulement militaire.

Le Royaume-Uni plaça également facilement ses titres de dette malgré l'importance des sommes et la forte hausse de la circulation dans le pays. Il y parvint notamment grâce à la position de Londres comme centre financier mondial. En effet avant le déclenchement de la guerre, plus des deux tiers des titres qui y circulaient étaient des titres internationaux, dont la plupart servaient au financement du commerce international. Avec la guerre, ces investissements devinrent plus risqués et les banques et autres institutions financières délaissèrent ces placements. À la recherche de placements liquides et rémunérateurs, ces établissements investirent alors massivement dans les bons du Trésor anglais, soutenant fortement leur demande (Eichengreen, [1992]). Le gouvernement de ce pays émit également trois emprunts à long terme. Celui de novembre 1914 rapporta 330 millions de livres,

le second, en juin 1915, 600 millions de livres et enfin un dernier en janvier 1917, pour environ 1 milliard de livres. Les deux premiers connurent des souscriptions mitigées auprès du public et les banques durent acquérir à chaque fois au moins un tiers des volumes émis. Le manque d'enthousiasme de la part du public venait en partie de la faible rémunération que ces titres offraient, 3,5 % par exemple pour le premier. Le troisième et dernier emprunt fut lui cependant un succès, plus de deux millions de souscripteurs y prirent part et seulement un cinquième dut être acheté par les banques privées. La forte publicité faite par le gouvernement autour de ces titres et le rendement plus élevé qu'ils offraient, 5 % ou 4 % libres de taxes (Higgins, [1949]), le rendirent plus attractif. L'importance et la profondeur du marché financier anglais furent alors des éléments déterminants dans la capacité d'absorption de la dette anglaise (Balderston, [1989]).

Dans le cas américain, la situation fut plus facile. Les États-Unis n'abandonnèrent pas officiellement la convertibilité-or de leur monnaie pendant toute la durée de la guerre et ce ne fut qu'en janvier 1918 qu'ils la suspendirent officieusement en restreignant les opérations en devises pour leurs citoyens. Cependant au cours de cette courte période d'interruption, leur engagement à défendre la valeur du dollar continua à être très crédible aux yeux du public. Cela se traduisit par la très forte demande des titres émis entre 1917 et 1919, les quatre Liberty loans et le Victory loans d'après-guerre. Si ces bons ne présentaient pas un investissement plus attractif que d'autres titres de même catégorie, la demande de souscription fut toujours plus élevée que ce qui était initialement offert, démontrant la forte confiance dans ces bons et l'engagement populaire en faveur de la guerre et donc, la crédibilité du régime américain (Rockoff, [2005]). Les demandes sur les deux premières souscriptions furent ainsi supérieures de 50 % à l'offre, de 40 % pour la troisième et de 17 % pour les deux dernières. Pour les deuxièmes à quatrièmes émissions, l'État réajusta à la hausse son offre de titres.

Nous venons ainsi de voir à travers le financement de l'effort de guerre, que l'engagement des nations en guerre à maintenir le régime d'étalon-or malgré la suspension de la convertibilité-or de leurs monnaies était crédible. En effet, le public adhéra massivement aux demandes de fonds prêtables des gouvernements, car il anticipait le retour des anciennes parités à l'issue du conflit.

### I.3.3 La crédibilité du régime d'étalon-or à travers les taux de change

La crédibilité des nations en guerre à rétablir leurs anciennes parités-or après la guerre était forte comme le démontra la demande de titres de dette publique. Les agents absorbèrent en effet d'importants volumes de dette, proposant pourtant des rendements faibles, voire négatifs au vu de l'inflation qui se développait. Nous allons voir maintenant que cette crédibilité ne se refléta cependant pas totalement dans les taux de change des Alliés, et cela malgré leur coopération monétaire. Ainsi au cours de la Première Guerre mondiale, les mécanismes de stabilité de l'étalon-or mis en avant par Eichengreen (1992), à savoir la crédibilité de l'engagement des nations au cœur du système et la coopération en cas d'échec de ce premier mécanisme, ne furent pas suffisant face aux déséquilibres budgétaires de la guerre. Pour montrer cela, nous testons si un système d'étalon-or « implicite » a pu se maintenir durant cette période, en mobilisant pour cela l'analyse du degré de corrélation entre les monnaies. Pour cela, nous étudions la dynamique de la corrélation entre les taux de change vis-à-vis du dollar américain, en retenant plusieurs fenêtres temporelles allant de 30 jours à 360 jours, afin d'analyser dans quelle mesure ce degré de corrélation a pu être volatil au cours de cette période. Nous utilisons pour cela le modèle de Mark (1995).<sup>2</sup>

**I.3.3.1 Présentation du modèle** Soit  $e_{t,i}$  le logarithme à la date  $t$  du prix d'une monnaie nationale exprimée pour une unité de devise, soit  $m_{t,i}$  le logarithme à la date  $t$  de la masse monétaire de nationale,  $y_{t,i}$  le logarithme à la date  $t$  du PIB réel, et les étoiles (\*) indiquent des quantités de l'étranger. Nous considérons maintenant le modèle monétaire le plus simple de détermination du taux de change initialement popularisé par Frenkel (1976), Mussa (1976) et Bilson (1978) où la parité de pouvoir d'achat (PPA) et la parité des taux d'intérêt non couverte (UIP) tiennent. La demande de monnaie dépend linéairement du revenu réel et du taux d'intérêt nominal. Dans ce modèle, on suppose que l'élasticité-revenu du PIB est commune dans le pays national et à l'étranger, dénotée  $\lambda$ , ( $0 \leq \lambda \leq 1$ ), et que la semi-élasticité de la demande de monnaie au taux d'intérêt ( $\phi \geq 0$ ) est également identique. Le log du taux de change est donné par la relation suivante :

---

2. Ces travaux ont été réalisés dans le cadre d'un document de travail avec S. Maveyraud.

$$\sum_{j=0}^{\infty} \delta^j f_{t+j,i}$$

$$e_{t,i} = \frac{\delta_i}{\phi} E_t$$

$$f_{t,i} \equiv \lambda(m_{t,i} - m_t^*) + \lambda(y_{t,i} - y_t^*)$$

Avec  $m_{t,i} = g_{t,i}$ , où  $g_{t,i}$  est le stock d'or dans le pays  $i$ . Dans le régime d'étalon-or, la masse monétaire est liée au stock d'or :

$$m_{t,i} = g_{t,i}$$

où  $g_{t,i}$  est le stock d'or dans le pays  $i$ . On suppose que le stock d'or dans le pays  $i$  est une fraction constante du stock d'or global, lui-même supposé constant ( $0 \leq \chi_i \leq 1$ ) :

$$g_{t,i} = \chi_i - g$$

$$f_{t,i} \equiv \lambda(\chi_i - \chi^*) - g + \lambda(y_{t,i} - y_t^*)$$

Avec  $\sum \chi_i + \chi^* = 1$  Dans le système d'étalon-or, pour un écart de revenu donné, une variation du stock d'or global se traduit par une appréciation ou une dépréciation du taux de change en fonction du stock relatif du pays national par rapport au pays étranger :

$$\frac{df_{t,i}}{d\chi_i} = \lambda(\chi_i - \chi^*) > 0 \text{ si } \chi_i > \chi^*$$

$$\frac{df_{t,i}}{d\chi_i} = \lambda(\chi_i - \chi^*) < 0 \text{ si } \chi_i < \chi^*$$

Tous les pays étant impactés par une variation du stock d'or, ceci implique que tous les taux de change sont amenés à se modifier. Ceci induit que l'ensemble des corrélations des paires de taux de change en valeur absolue doit être élevé durant un régime d'étalon-or à la suite d'une modification du stock d'or. De plus, les stocks d'or variant peu, la volatilité des corrélations doit être faible au cours de cette période.

À partir de ces deux conclusions, on peut donc se prononcer sur la réalité du régime d'étalon-or durant la Première Guerre mondiale, en analysant les corrélations entre les monnaies et la variabilité de ces corrélations.

**I.3.3.2 La corrélation dans la littérature.** Dans la littérature, la corrélation entre deux variables financières sert de base à l'analyse de la contagion. Par exemple, Forbes et Rigobon (2002) et Bordo, Murshid (2001), appréhendent l'interdépendance entre les marchés par des corrélations de prix, alors qu'ils caractérisent la contagion par un excès de

ces corrélations. Suivant les travaux de Bae *et al.* (2003) (cité par Forbes [2012], Boyer *et al.* [2006]), ceux-ci définissent la contagion comme la corrélation en « excès » entre marchés boursiers pendant les périodes de forte volatilité, c'est-à-dire, comme l'augmentation tangible de la corrélation des titres négociables sur les marchés financiers. La contagion cependant n'est pas seulement un excès de corrélation, elle implique également un changement de régime dans l'interdépendance des marchés, avant et après, la survenance d'un choc. La contagion peut impliquer également un changement de régime de corrélation, et permet de distinguer la contagion d'une simple corrélation. Pour appréhender cette rupture, Forbes et Rigobon (2001) analysent la corrélation entre les marchés concernés, avant et après le choc : si la corrélation a augmenté « considérablement », et si les canaux de transmission des chocs ont été modifiés, alors l'épisode peut être classé comme une « rupture de contagion ». <sup>3</sup>

Les cours de change sont issus de l'ouvrage *Le Pape et l'Empereur* (Blancheton, 2001), de fréquence quotidienne, et concernent les principales monnaies européennes vis-à-vis du dollar américain, où le dollar est coté au certain. La période retenue débute en 1914, et se termine en mars 1917, à la veille de l'entrée en guerre des États-Unis (avril 1917). Les pays que nous allons étudier sont la France, l'Italie, le Royaume-Uni, l'Espagne, les États-Unis, les Pays-Bas et la Suisse. Ces nations présentèrent des profils différents au cours du conflit. Les trois premières furent des belligérants, les quatre derniers neutres sur la période étudiée (les États-Unis n'entrant en guerre qu'en avril 1917). Selon leur engagement ou non dans le conflit, ainsi que les conditions propres à chaque nation, celles-ci adoptèrent des stratégies différentes au cours du conflit pour tenter de maintenir leur régime monétaire crédible, notamment à travers leurs taux de change.

Nous avons déjà vu les parcours des États-Unis, de la France et du Royaume-Uni au cours de la guerre. Nous allons présenter rapidement ceux des pays neutres. L'Italie entra en guerre dix mois après la France et le Royaume-Uni. Elle abandonna cependant la convertibilité-or de la lire dès le 31 juillet 1914, pour faire face au début de ruée sur les dépôts que les déclarations de guerre avaient déclenché. Elle augmenta également son taux d'escompte et limita les avances sur crédit (Galassi et Harrison, 2005). Mais l'Italie, dont

---

3. L'analyse des risques de marché via notamment l'utilisation de la Value at Risk (VaR) nécessite l'utilisation des matrices de corrélation de taux de change, qui traduisent l'interdépendance entre les facteurs de risque individuels.

56 % des financements extérieurs provenaient du Royaume-Uni et 40 % des États-Unis, ne réussit pas aussi bien à limiter la chute de sa monnaie et ne put la stabiliser par rapport à ses alliés (Galassi, Harrison, 2005). Pour la Suisse et les Pays-Bas, la situation fut assez proche de celle des États-Unis. La guerre augmenta leurs exportations et leur neutralité en fit des places refuges pour les capitaux qui fuyaient les dépréciations externes ou internes des monnaies<sup>4</sup>. Il faut cependant noter que les exportations hollandaises furent limitées au cours des hostilités par la guerre sous-marine allemande, pour ses exportations vers les Alliés, et les pressions des Alliés pour celles vers l'Allemagne, impactant ainsi négativement sa balance commerciale. L'Espagne n'appartenait pas à l'étalon-or avant la guerre, mais elle avait cependant maintenu stable la peseta par rapport aux monnaies appartenant à ce régime. La hausse de ses exportations vers la France en particulier, provoqua des pressions à la hausse sur son change. Sa monnaie s'apprécia donc, notamment par rapport au franc et cela malgré les prêts consentis à son voisin pour tenter de stabiliser leur change (Delaunay, [1984]). Pour les pays neutres, l'afflux d'or qu'ils connurent provoqua cependant des tensions inflationnistes, mais les hausses de prix qu'ils vécurent étaient bien moindres que celles des belligérants. Finalement, pour ces quatre nations, leur rôle d'exportateur et de place refuge leur permit de maintenir tout au long de cette période la valeur externe de leurs monnaies. Mais malgré les prêts qu'elles réalisèrent, elles ne purent en empêcher l'appréciation par rapport à celles des belligérants.

**I.3.3.3 Résultats** Nous procédons au calcul des corrélations entre les différents taux de change en distinguant la période caractérisant le régime d'étalon-or (du 2 janvier 1914 au 25 juillet 1914), de celle de la Première Guerre mondiale (du 30 novembre 1914 au 1er mars 1917).

Nous calculons la corrélation entre deux paires de taux de change sur une fenêtre glissante de 30 jours. Ainsi pour chaque paire de taux de change, nous calculons 590 corrélations en valeur absolue. Nous effectuons la moyenne de ces corrélations, ainsi que le calcul de la volatilité pour chaque paire de taux de change.

Afin de tester les conclusions présentées par le modèle de détermination des taux de change, nous calculons la moyenne des corrélations moyennes et volatilité des paires de

---

4. Voir Hall (2004) pour une approche plus détaillée du cas de la Suisse, et De Jong (2005) pour les Pays-Bas.

taux de change durant l'étalon-or et durant la Première Guerre mondiale. Les résultats montrent que les corrélations entre les taux de change ont été plus élevées durant l'étalon-or que pendant la Première Guerre mondiale. Parallèlement, la volatilité des corrélations a été plus grande durant la Première Guerre mondiale relativement à la période de l'étalon-or. Au regard du modèle développé, il apparaît donc que l'étalon-or ne prévalait plus, même implicitement, durant la Première Guerre mondiale, et cela malgré les contrôles de change et même si le Royaume-Uni (officiellement) et les États-Unis n'avaient pas suspendu la convertibilité de leur monnaie en or.

	Première Guerre mondiale (30/11/1914 - 01/03/1917)	Étalon-or (02/01/1914 - 25/07/1914)
Moyenne des corrélations moyennes	0,497	0,571
Volatilité des corrélations moyennes	0,270	0,246

Tableau 2.3 – Moyenne des corrélations moyennes et volatilité des paires de taux de change durant l'étalon-or et durant la Première Guerre mondiale.

La dynamique des corrélations des changes offre un éclairage supplémentaire sur la tendance à revenir à un système d'étalon-or. La figure suivante indique que la dynamique des corrélations des paires de taux de change est négative pendant la Première Guerre mondiale, alors qu'elle est légèrement positive durant l'étalon-or.

Les États en guerre, et en particulier les quatre anciens pays au cœur du régime d'étalon-or, réussirent donc au cours de la guerre, à maintenir une certaine crédibilité de leur engagement à retourner aux anciennes parités-or. Celle-ci se manifesta principalement à travers la demande de titres de dette publique, au contraire des cours de change qui reflétèrent alors mieux eux les difficultés monétaires rencontrées. Ainsi, bien que de nombreux contrôles limitaient le fonctionnement de l'étalon-or, ce système resta crédible pour le financement des dépenses de guerre. Ce régime monétaire fonctionna donc comme une règle contingente (« as a contingent rule ») comme le décrivent Bordo et Kydland (1995, 1996). Cette crédibilité se refléta cependant moins dans les taux de change, comme l'étude des corrélations de taux de change le montre.

Nous allons voir maintenant que la Première Guerre mondiale eut des conséquences

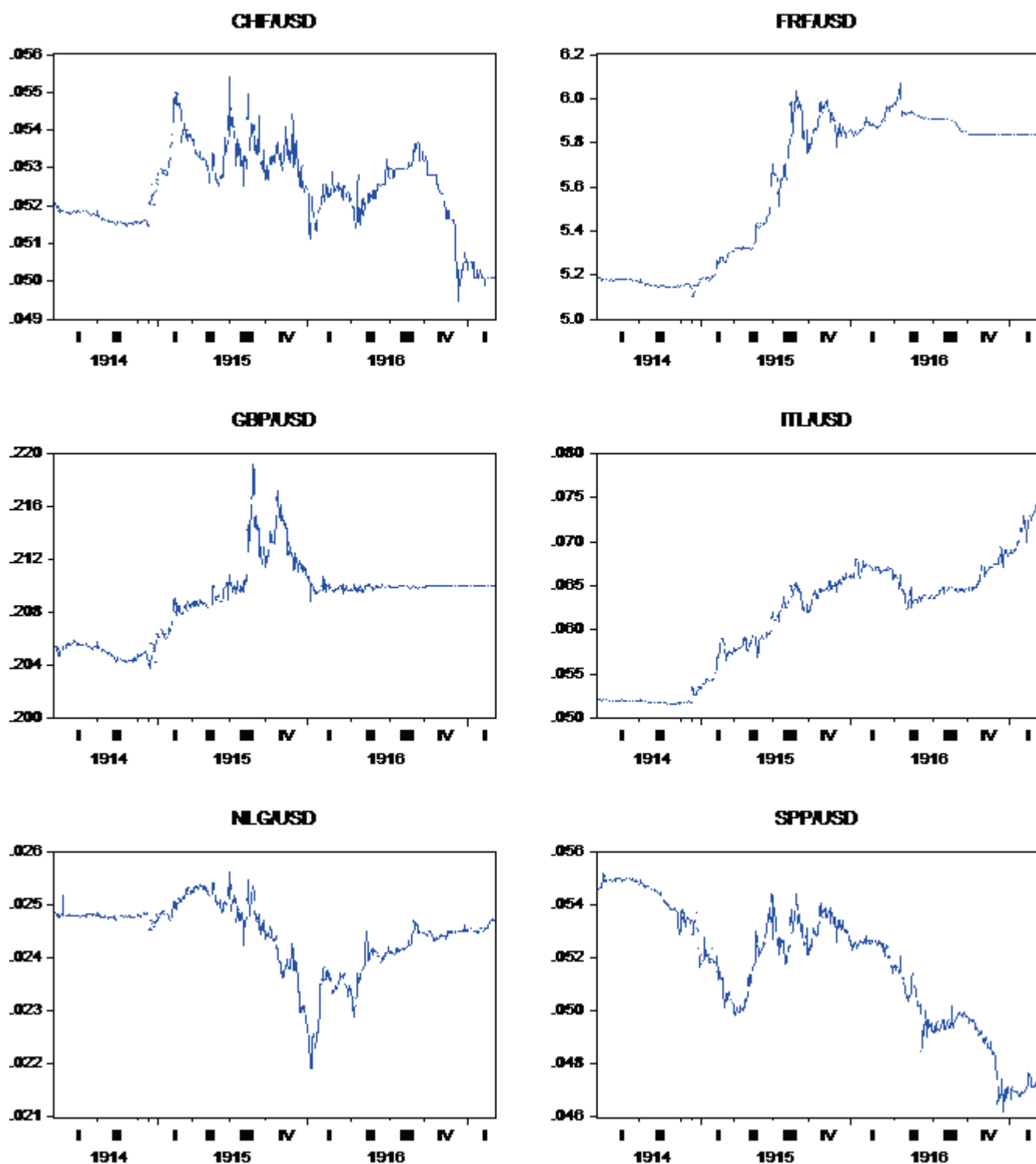


Illustration 2.1 – Évolution des taux de change sur la période étudiée.

sociales et économiques qui modifièrent profondément les équilibres d'avant-guerre et dont les effets se répercutèrent tout au long de l'entre-deux-guerres.



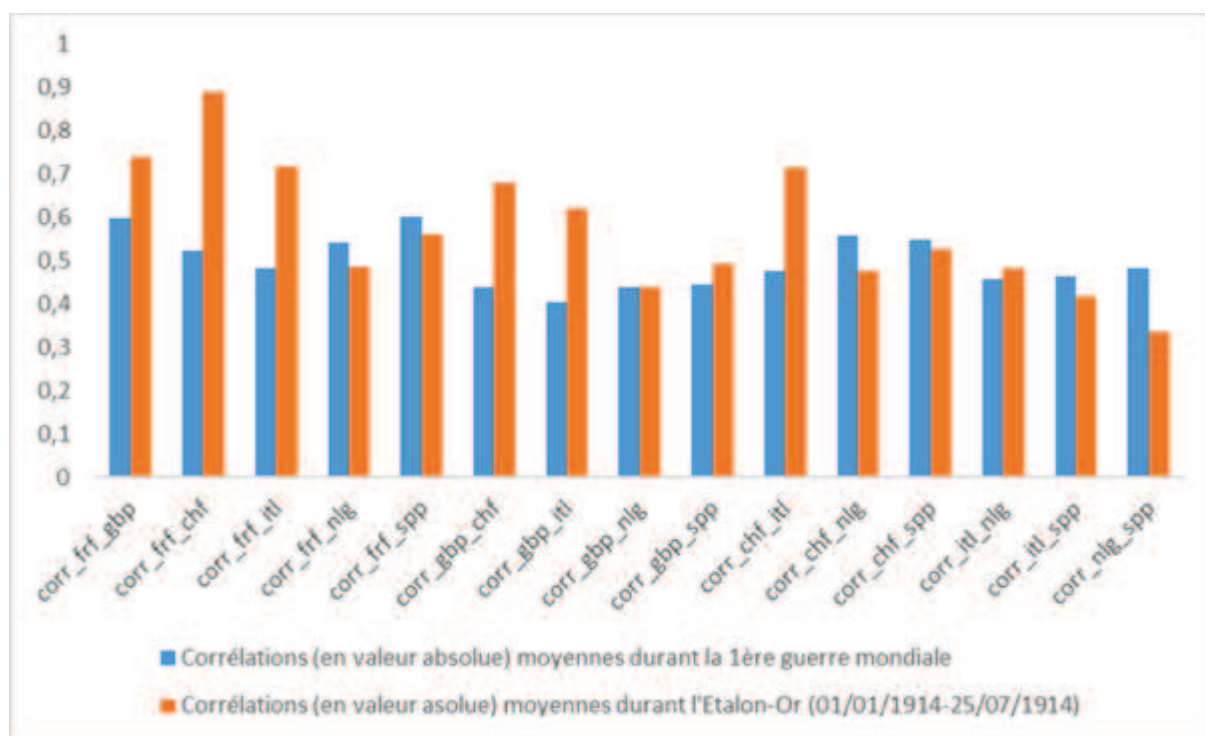


Illustration 2.2 – Moyenne des corrélations des paires de taux de change durant l'étalon-or et durant la Première Guerre mondiale.

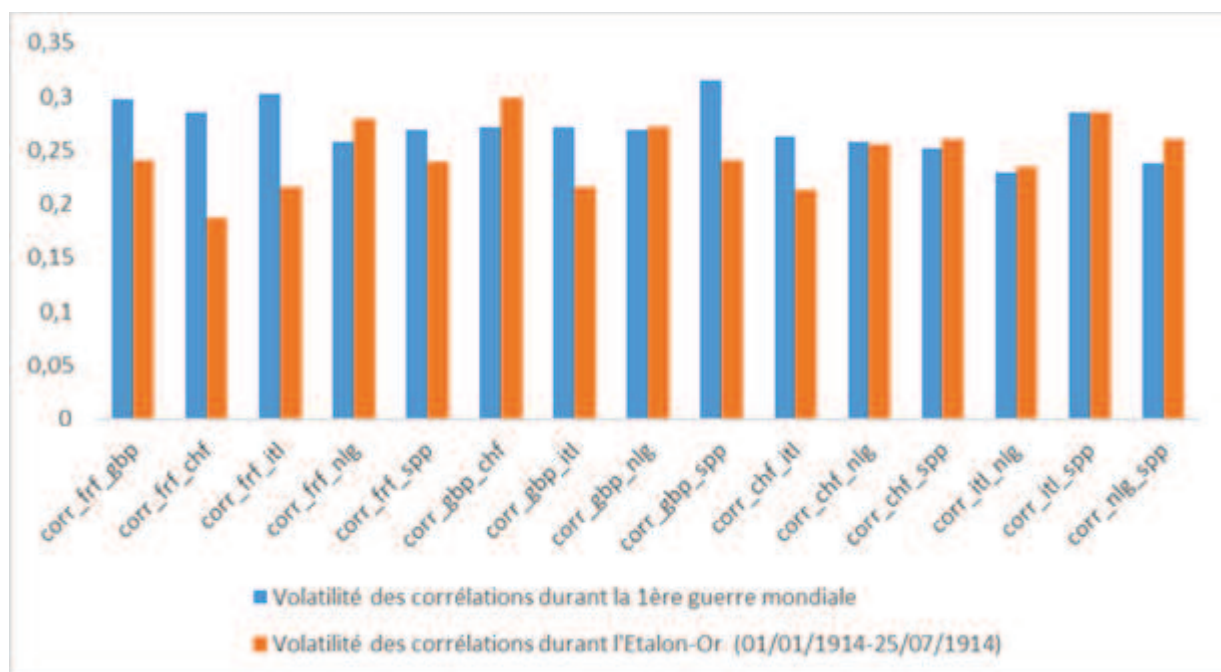


Illustration 2.3 – Volatilité des corrélations des paires de taux de change durant l'étalon-or et durant la Première Guerre mondiale.

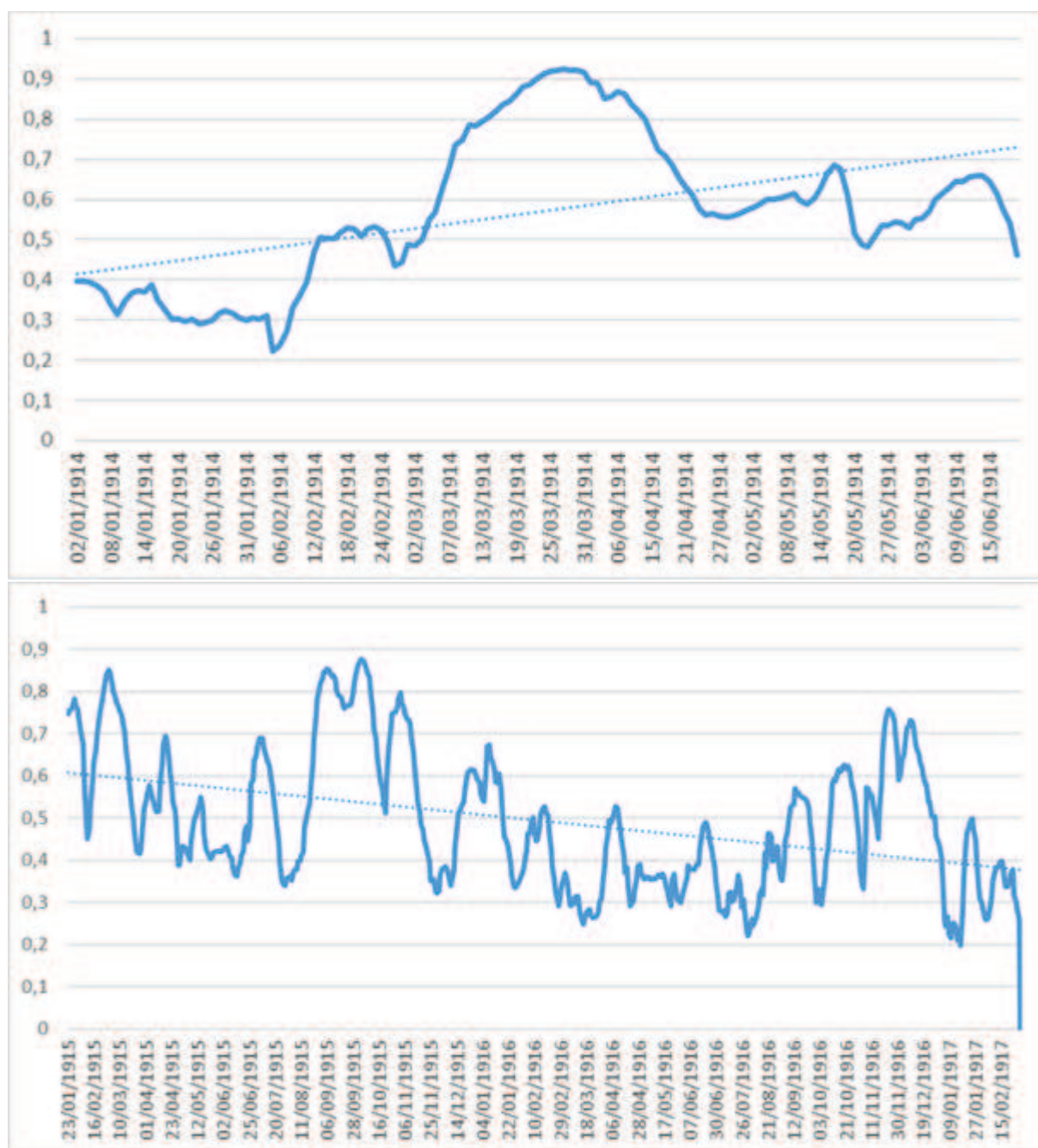


Illustration 2.4 – Dynamique des corrélations des paires de taux de change durant l'étalon-or et durant la Première Guerre mondiale.

## II Les conséquences politiques et économiques de la Première Guerre mondiale

### II.1 Les conséquences politiques, la remise en cause de l'ordre social

#### II.1.1 La nouvelle place de l'État dans la société

**II.1.1.1 La montée de l'État** La place de l'État dans l'économie s'accrut fortement pendant les années de guerre. Son poids relatif augmenta et son rôle se modifia.

Comme nous l'avons vu précédemment, l'effort de guerre fourni par les belligérants fut immense. La mobilisation humaine et matérielle fut considérable. Les effectifs des armées par exemple, dépassaient constamment 10 % des populations totales pour la France et l'Allemagne. Les pertes matérielles s'élevèrent dans ce premier pays pour les biens physiques à 59,6 % du total d'avant-guerre (Broadberry et Harrison, [2005]). À ces coûts, s'ajoutèrent ceux de l'après-guerre, c'est-à-dire la reconstruction des territoires dévastés et les indemnisations des pensionnés de guerre. Cette nouvelle catégorie sociale représentait en France 2,4 millions de personnes. Pour subvenir à ces dépenses, le budget des États augmenta donc considérablement. Dans le cas français par exemple, le poids du budget dans l'économie passa de l'ordre de 10 % avant-guerre, à plus de 50 % pendant les hostilités. Et même si à la fin du conflit les dépenses liées aux opérations militaires et à la mobilisation des hommes disparurent, d'autres, liées à la reconstruction, à l'indemnisation des populations ou au paiement de réparations et dettes de guerres, continuèrent à peser lourdement sur les budgets nationaux. Ainsi le poids relatif des États dans leurs économies nationales demeura largement supérieur aux niveaux connus avant-guerre.

La Première Guerre mondiale provoqua aussi un profond changement du rôle de l'État dans l'économie. Il accrut alors son emprise sur l'activité pour répondre aux besoins spécifiques de l'économie de guerre. En effet, avec les hostilités, pénuries, limitation des ressources physiques et goulets d'étranglement se développèrent. L'intervention étatique fut donc nécessaire pour assurer la poursuite de la guerre et les activités vitales. Toute l'économie se tourna vers un objectif unique, assurer les conditions de la victoire. La primauté de l'objectif militaire dictait les priorités économiques. L'État s'immisça donc

dans l'activité pour réorienter l'économie vers un soutien de la guerre et pour gérer les situations de pénurie inhérentes aux conflits militaires.

Ainsi en Allemagne, où la question des approvisionnements extérieurs se posa très rapidement, le comité de guerre de l'industrie allemande fut créé dès le 8 août 1914. Son but était de superviser l'organisation du commerce extérieur, la répartition des commandes officielles et la distribution des crédits. Avec l'avancement de la guerre et l'augmentation de la pression sur les ressources productives qui en résultait, le contrôle de l'économie par l'État se fit de plus en plus fort. Un rationnement total des matières premières et des biens de consommation fut mis en place. Toutes les activités étaient alors concernées. Von Batocki alors à la tête de l'Office pour le ravitaillement de guerre était même qualifié de « dictateur aux vivres » (Asselain, [1995]).

En France, de telles initiatives virent aussi le jour. Le gouvernement décidait de l'octroi de crédits pour la reconversion des entreprises métallurgiques privées vers la production d'armement. Il procédait à des réquisitions, à la répartition des matières premières importées, à celle de la main d'œuvre démobilisée, ou à la taxation des prix.

On assista également au Royaume-Uni à cette situation. À partir de 1915, un réseau d'usines d'armement d'État fut mis en place dans le but de renforcer les contraintes à l'égard des fabricants privés. Des lois sur les productions de guerre furent votées, l'arbitrage rendu obligatoire au sein des entreprises et les grèves devinrent interdites. Le contrôle de l'État s'entendit aussi à la production alimentaire, la marine marchande et aux mines.

Aux États-Unis, dès août 1916, soit près d'un an avant l'entrée en guerre de ce pays, fut créé le Conseil de la Défense Nationale. Il consistait principalement en un vaste programme de subventions à la construction navale. Il permit aussi la prise de contrôle direct par l'État des chemins de fer nationaux. Les échanges extérieurs furent aussi durcis par la mise en place d'un système de licence de plus en plus rigoureux. Après l'entrée en guerre de ce pays, la War Industries Board fut créée en juillet 1917. Son but était de recenser les stocks de matières premières et de superviser un vaste système de répartition administré pour le charbon, l'acier et les principales matières premières. Il était constitué de sept représentants des milieux d'affaires, mais il exerça un contrôle conséquent sur l'économie de guerre.

L'influence de l'État s'accrut donc partout très fortement pendant les années de guerre. Cependant, ce contrôle n'avait pas pour objectif de prendre part directement à la production. Son rôle consistait plutôt, à administrer l'économie de guerre, en répartissant l'accès aux matières premières et en déterminant l'octroi de bons de priorités. Les entreprises privées en position de force obtenaient alors les commandes publiques et l'accès aux ressources. Ce système de fonctionnement engendra une certaine concentration des activités, plus particulièrement dans le secteur de l'industrie.

L'économie de guerre poussa donc au développement des ententes et à l'émergence d'un syndicalisme patronal, encouragé par les gouvernements. De même du côté de la demande de travail, la formation de syndicats de travailleurs fut encouragée. L'objectif de l'État était de faire émerger des interlocuteurs privilégiés pour mettre en place la pratique de conventions collectives conclues sous son arbitrage. Ainsi, chose inimaginable avant-guerre, l'État commença à s'impliquer dans la fixation des salaires et des conditions de travail. Il prit une place dans les relations entre employeurs et employés. Des avancées sociales eurent ainsi lieu, comme la journée de huit heures pour les personnels des chemins de fer américains.

**II.1.1.2 La remise en cause de cette nouvelle position** À la fin de la guerre, on assista cependant un peu partout à une remise en cause de l'économie de guerre. Ces réclamations vinrent principalement des milieux d'affaires et d'une partie de la classe politique. Un certain désir d'en finir avec l'administration de l'économie par l'État et la volonté d'un retour de la liberté des affaires se firent de plus en plus pressants. Ce souhait n'était cependant pas partagé par tous. Pour certains, comme Clementel en France ou von Moellendorf en Allemagne, la possibilité d'une supervision de l'économie par l'État demeurerait souhaitable. Ce type de contrôle était selon eux, particulièrement adapté pour la gestion des matières premières, ou la reconversion des usines de guerre vers la production d'équipements ferroviaires et automobiles. Il allait également favoriser la concentration dans certaines industries. Même au Royaume-Uni, où l'économie de guerre ne représentait qu'une parenthèse à refermer rapidement, des hommes politiques tels que Lloyd George, n'excluaient pas l'intervention économique de l'État dans des domaines comme les mines de charbon ou la production agricole.

L'implication de l'État dans l'activité économique se terminera cependant entre 1919

et 1921. L'opposition déterminée des milieux patronaux et les divisions au sein des classes politiques, eurent alors raison de cette situation. Son influence s'y fit cependant sentir tout au long des années 1920. Son emprise se manifesta dans au moins trois domaines, le groupement des intérêts patronaux, la prise en charge de certains secteurs et les relations extérieures. En effet, la guerre permit au moins une forte progression du groupement des intérêts patronaux grâce à l'appui de l'État. Celui-ci prit également en charge dans les années vingt, des responsabilités particulières dans certains secteurs clés, tels les industries de base, l'énergie ou les transports. Le domaine des relations extérieures devint également un des axes principaux de l'intervention publique. Celles-ci eurent pour but de protéger l'équilibre du marché national et de défendre la production du pays ou de faciliter la conquête de marchés extérieurs. En France par exemple, la Banque pour le commerce extérieur fut ainsi créée. Une des conséquences en sera la montée du protectionnisme dans l'après-guerre.

Ainsi, bien que le dirigisme de guerre fut abandonné entre 1919 et 1921, il demeurera un changement significatif avec la période d'avant-guerre. Finalement, l'idée que l'État était responsable en dernier ressort de la vie économique et sociale opéra désormais une percée durable. Tout au long des années vingt et avec encore plus de force au cours de la crise des années trente, l'État sera considéré comme en partie responsable de l'activité économique.

### **II.1.2 La montée des revendications sociales**

Face à l'engagement humain et à son coût considérable lors du conflit, les revendications sociales des classes les plus démunies se firent plus pressantes. Elles se concrétisèrent de deux manières. Par une demande accrue de représentativité politique et une montée des tensions sociales pour l'obtention, ou la défense de certains droits.

**II.1.2.1 Une demande accrue de représentativité** La guerre eut des conséquences en matière de représentativité démocratique. Et cela, de deux façons. Elle permit l'élargissement de la base démocratique, en donnant à certaines catégories sociales autrefois exclues du processus démocratique, la possibilité de s'exprimer. La guerre modifia également dans certains pays les formes de représentativité démocratique.



Face à la crainte d'un manque de soutien populaire à l'effort de guerre, les démocraties élargirent la base démocratique de leurs systèmes politiques. La Seconde Internationale présentait en effet ce conflit comme une guerre entre économies capitalistes rivales et appelait les travailleurs, dont les intérêts n'étaient pas pris en compte, à refuser ces combats. Pour éviter cela, la base démocratique fut largement étendue pendant la guerre et les années qui suivirent. En Autriche, en Tchécoslovaquie, au Danemark, au Royaume-Uni, en Finlande, aux Pays-Bas, en Allemagne, Norvège, Pologne et Suède, les femmes eurent accès au droit de vote. Les parlements s'ouvrirent également plus fortement à la classe ouvrière. Ainsi, les partis socialistes ou de travailleurs se développèrent. Au Royaume-Uni par exemple, le score du Labour Party passa de 370 000 voix en 1911, à plus de 2 millions en 1918. L'opposition traditionnelle entre rentiers et industriels dans les parlements d'avant-guerre se transforma en un affrontement entre travailleurs et employeurs. En élargissant la base démocratique, les États changèrent ainsi les enjeux auxquels ils allaient devoir faire face. Le sort de travailleurs allait alors être mieux pris en compte maintenant que ces derniers représentaient un réel poids politique.

L'autre conséquence de la guerre sur les régimes démocratiques concerna la forme même que prenait la représentativité des citoyens. Avec la guerre, l'idée d'un droit des peuples à disposer d'eux même s'était implantée. Les minorités acquirent donc le droit à une représentativité démocratique. Pour mettre cette notion en pratique, la représentativité démocratique proportionnelle se développa. Ce fut particulièrement le cas en Allemagne, en France, en Pologne, en Italie, Norvège, Finlande, Belgique, Estonie et en Tchécoslovaquie. En effet, les systèmes en place avant-guerre, avaient tendance à produire une représentativité bipartite. La mise en place de la proportionnalité, en donnant un nombre de sièges proportionnel aux voix obtenues, entraîna alors une prolifération des partis politiques. Cette augmentation du nombre de partis mena à une importante modification du jeu politique. Le jeu des coalitions devint ainsi la règle lors de l'élection d'un gouvernement. Ce type de régime politique emmena ainsi les nations sur deux voies distinctes. Soit l'instabilité des gouvernements était accrue et la prise de décision devenait impossible. Soit la proportionnalité était favorable à la stabilité, car elle encourageait les compromis, nécessaires pour éviter de subir les coûts d'un changement de gouvernement. Or, selon Eichengreen (1992), les effets de ce système de représentativité dépendirent des circonstances nationales et des

enjeux en place. En effet, si les enjeux étaient importants, alors le coût d'un changement de gouvernement était considéré plus faible que celui de soutenir une politique jugée contraire aux intérêts des électeurs. Inversement, pour des enjeux moins importants, le coût d'un compromis était alors faible et donc moindre que celui d'un renversement du gouvernement. Pour les pays ayant participé à la guerre, un des enjeux principaux des années vingt, fut de trouver un nouvel ordre fiscal à la suite de l'explosion des dépenses liées à la guerre. Une nouvelle répartition du fardeau fiscal était donc nécessaire. La difficulté à trouver un tel compromis fut donc une des sources de l'instabilité politique que connurent la France, l'Italie, la Belgique, l'Allemagne et la Pologne au cours de cette période. Les circonstances nationales jouèrent également un rôle dans la stabilité des régimes proportionnels. Dans les pays scandinaves, les Pays-Bas et la Tchécoslovaquie par exemple, le clivage politique s'opérait surtout autour des différences ethniques ou religieuses. Les différents partis pouvaient donc plus facilement s'entendre sur le choix d'une politique économique. En France et en Allemagne au contraire, l'opposition se faisait au niveau des classes sociales, donc en fonction d'un choix de politiques économiques. Les compromis économiques étaient par conséquent plus difficiles à trouver. Le type de clivage politique joua ainsi un rôle dans la stabilité de ces régimes. Ainsi, le compromis évoqué sur la répartition fiscale fut plus long à émerger en France et en Allemagne, le clivage politique ayant lieu précisément sur ce type de critère.

La guerre amena donc à un élargissement des bases démocratiques et à des formes de représentation politique plus ouvertes avec le développement de la proportionnalité. De nouveaux enjeux allaient ainsi être pris en considération. Cependant ces réformes se firent dans certains cas au détriment de la stabilité politique.

**II.1.2.2 Les tensions sociales** À la fin de la guerre, après les efforts immenses consentis pendant la durée des hostilités, les travailleurs aspiraient à une vie meilleure. L'union sacrée se brisa et les revendications salariales se firent plus fort. L'agitation sociale fut intense jusqu'au début des années vingt, puis s'affaiblit. La plupart des pays furent confrontés à ces mouvements populaires, mais leurs évolutions suivirent des trajectoires différentes, notamment entre vainqueurs et vaincus.

En Europe Centrale et en Allemagne, la fin de la guerre fut synonyme de défaite et d'effondrement des régimes en place. Les empires laissèrent place à des démocraties fra-



giles, en proie à des agitations révolutionnaires. Ainsi en Allemagne, un parti communiste, issu de la ligue spartakiste, se créa dès décembre 1918. Des mutineries éclatèrent à Kiel, à Hambourg et les ouvriers se soulevèrent à Berlin. Cette agitation révolutionnaire dura jusqu'en mars 1919. Face à cette situation, le gouvernement mena différentes réformes. En janvier 1919, une loi transformait les conseils d'ouvriers en conseils économiques, intégrés au fonctionnement normal de l'industrie. Ils étaient notamment pourvus d'un droit de regard sur le régime de la main d'œuvre et les comptes des entreprises. La journée de huit heures fut négociée, les grands domaines agraires confisqués. Ces réformes furent cependant très vite dénaturées et affaiblies. L'agitation sociale diminua tout de même en intensité, mais en raison surtout d'une reprise de l'activité et d'une baisse du taux de chômage. Il passa de plus d'un million d'inactifs au début de 1919, à moins de 500 000 un an plus tard.

En Europe Centrale, le point de crispation eut lieu en particulier autour de la redistribution des terres après la fin des empires austro-hongrois et turc. Les grands domaines agricoles de ces empires furent alors démantelés. L'agitation communiste fut aussi très importante, comme l'illustre le cas de la Hongrie, avec l'accession au pouvoir des communistes sous la République des Conseils, de mars à juillet 1919.

En Europe Occidentale et aux États-Unis, les mouvements sociaux s'intensifièrent et se prolongèrent jusqu'en 1920. Les effectifs syndiqués s'étaient fortement accrus sur cette période. Au Royaume-Uni, on comptait huit millions de travailleurs membres d'un syndicat. Aux États-Unis, quatre millions et en France, les effectifs de la CGT passèrent de 940 000 en 1913, à 2,4 millions en 1920. De grandes grèves éclatèrent au cours des années 1919-1920. L'ampleur et la dureté de ces mouvements n'avaient jamais été aussi importantes. Ainsi, on comptait 500 000 mineurs en grèves aux États-Unis en 1920 et plus de 800 000 travailleurs en novembre de la même année au Royaume-Uni. Ce mouvement touchait également largement l'Italie, la France, la Belgique, *etc.*. Ces grèves avaient des objectifs à la fois offensifs et défensifs. Elles cherchaient à défendre le pouvoir d'achat des ouvriers menacé par la montée du coût de la vie, mais aussi à affirmer de nouvelles conquêtes sociales, comme la réduction du temps de travail, ou la nationalisation de secteurs clés.

Cependant à partir de l'année 1920, on assista à un recul du mouvement syndical dans

ces pays, en particulier en France et aux États-Unis. Il y eut un affaiblissement des effectifs syndiqués et de la capacité d'action des syndicats. En France, la scission syndicale aggrava ce phénomène. Des politiques de plus en plus répressives furent également menées à partir de cette période face aux risques que représentaient ces mouvements, en matière d'atteinte à l'activité et de menace de l'ordre social. Au Royaume-Uni, l'Emergency Power Act fut voté en 1920. Il permettait de proclamer l'état d'urgence face aux grèves. Cependant, le mouvement résistera plus dans ce pays, certainement grâce à sa meilleure implantation due notamment à son existence d'avant-guerre. En 1920, les ouvriers anglais continuaient de bénéficier de la journée de huit heures, droit acquis dès 1916, de concessions salariales et d'une amélioration du système d'assurance chômage (Asselain, [1995]). Mais dans la plupart des autres pays, dès la fin de l'année 1920, un bilan largement défavorable au mouvement ouvrier pouvait être constaté. Les principales concessions obtenues furent remises en cause, comme la pratique des conventions collectives ou la journée de huit heures aux États-Unis. Cependant, ces années permirent au mouvement ouvrier de montrer sa capacité de mobilisation et sa force, rendant sa non-prise en compte politique impossible.

### **II.1.3 Les conséquences sur l'étalon-or**

La montée des revendications sociales et la nouvelle place que prit l'État dans la société, eurent alors d'importantes conséquences sur le système monétaire international. Elles portèrent en effet atteinte à un des mécanismes essentiels de régulation de l'étalon-or classique, la crédibilité de l'engagement pour un gouvernement à défendre la convertibilité-or de sa monnaie. En effet, selon des auteurs comme Eichengreen (1992) ou Simmons (1997), sur la période d'avant-guerre, les gouvernements n'avaient pas à faire de choix entre la stabilité des changes et d'autres objectifs économiques. La défense absolue des parités-or ne souffrait aucune contestation pour les pays au centre de ce régime monétaire. Cela car, comme nous l'avons vu précédemment, les problèmes du chômage et de l'activité n'étaient pas considérés comme du ressort de l'État. De plus, la classe ouvrière qui en supportait alors la majorité des conséquences, n'avait pas la possibilité de s'en plaindre, étant exclue en grande partie du processus démocratique. Mais avec la guerre et sa profonde remise en cause de l'ordre social, cette situation évolua. Les traces laissées par le dirigisme de guerre, les fortes revendications sociales des travailleurs dans les années sui-

vant le conflit, l'élargissement des bases démocratiques et la plus grande représentativité des systèmes politiques avec l'adoption de régimes démocratiques à représentativité proportionnelle, amenèrent à une plus importante prise en compte des difficultés de la classe ouvrière. Les conditions de travail, l'emploi et l'activité, devinrent alors des problèmes à prendre en compte par les gouvernements. Et l'idée que l'État était responsable en dernier ressort de l'activité économique et sociale du pays avait émergé. Il n'avait alors plus la possibilité, d'éviter de devoir choisir entre équilibre externe et interne. L'attribution de nouveaux objectifs politiques et sociaux à ses anciennes prérogatives, ainsi qu'un plus grand contrôle de son action par des classes plus défavorisées, obligèrent les gouvernements à prendre en compte l'équilibre interne du pays. Or ces nouveaux objectifs pouvaient entrer en conflit avec ceux anciens de défense des parités-or. L'État allait donc être obligé d'arbitrer entre plusieurs objectifs exigeant des réponses différentes et parfois contraires. Ainsi selon Eichengreen (1992) et Simmons (1997), la crédibilité de l'engagement absolu d'un gouvernement à défendre la convertibilité-or de sa monnaie était ainsi entachée. Un des mécanismes de régulation de l'étalon-or pour les nations au cœur de ce système était alors atteint.

## **II.2 Les conséquences économiques, la remise en cause de l'ordre économique**

### **II.2.1 Un nouvel ordre mondial**

La Première Guerre mondiale modifia profondément les ordres établis avant-guerre. Les flux internationaux d'échanges furent réorientés et la hiérarchie mondiale bouleversée.

**II.2.1.1 Une réorientation du commerce international** La guerre bouleversa les relations commerciales internationales. En plus de provoquer d'importants déséquilibres des balances courantes, comme nous l'avons vu, elle entraîna des changements plus permanents des flux d'échanges. Ces conséquences se répercutèrent alors tout au long des années vingt.

L'Europe en guerre, en réduisant ses exportations et en augmentant ses importations, laissa un espace vide dans le commerce mondial et favorisa l'expansion permanente des capacités d'exportation des autres continents, en particulier de l'Amérique du Nord et du

Japon. Les exportations des États-Unis en Amérique Latine augmentèrent ainsi de 75 % en 1916. À la fin des hostilités, le Royaume-Uni ne put parvenir à retrouver sa position commerciale sur ce continent. Le Japon profita également de cette situation. Aux importations de capitaux d'équipements devenues rares pendant la guerre, il substitua une production nationale, développant ainsi son industrie. Ce pays s'implanta aussi définitivement en Asie et notamment en Chine, prenant la place des nations européennes. Finalement, entre 1913 et 1928, les exportations des continents autres que l'Europe furent multipliées par deux. Cependant il faut noter que ce fut essentiellement l'Amérique du Nord, le Japon et les pays neutres déjà industrialisés, qui profitèrent de cette situation. Les pays en développement eurent beaucoup plus de difficultés à développer une industrie nationale. La guerre, si elle remit en cause les positions commerciales des puissances industrielles, ne permit pas de véritable décollage industriel pour les pays en développement.

La modification des flux commerciaux eut aussi un impact particulier sur deux secteurs alors très internationalisés, l'agriculture et les matières premières. En effet, face à la baisse de la production européenne, notamment l'arrêt des exportations de grains de Russie et d'Europe de l'Est, la production agricole ailleurs dans le monde augmenta fortement pour compenser cette baisse de l'offre. De plus, la forte demande de matières premières des belligérants entraîna une hausse des capacités de production à travers le monde. En Argentine par exemple, la production de viande augmenta entre 1913 et 1918 de plus de 75 %. Or, une fois le conflit terminé, l'Europe retrouva ses anciens niveaux de production agricole et sa demande de matières premières diminua, ses besoins liés à la guerre étant épuisés. L'augmentation des capacités de production agricole et de matières premières des continents non européens mena après-guerre, à un excès mondial des capacités de production de ces marchandises. Une tendance à la surproduction dans ces secteurs se manifesta tout au long des années vingt. Elle exercera ainsi un effet déflationniste sur les prix mondiaux de ces denrées. Nous verrons plus tard les conséquences que cela eut dans l'avènement de la crise des années trente.

**II.2.1.2 Une nouvelle hiérarchie mondiale** À la fin de la guerre, les nations européennes impliquées dans le conflit se retrouvèrent ainsi fortement endettées, leur capital productif et humain était atteint et leurs positions commerciales remises en cause. Les États-Unis au contraire sortirent de cette période en ayant pris un poids considérable dans

l'économie mondiale. Ils réalisaient avec l'Europe d'importants excédents commerciaux et substituèrent leur production à celle européenne sur de nombreux marchés d'exportations, en particulier vers l'Amérique Latine. De plus, grâce aux prêts commerciaux qu'ils firent aux belligérants, ils récupérèrent une grande partie des actifs américains détenus par des étrangers. Les investisseurs de ce pays détenaient également une importante quantité des titres émis par les gouvernements étrangers. L'État américain possédait lui aussi un volume conséquent de créances publiques sur les Alliés. La position financière extérieure des États-Unis se transforma ainsi. Ce pays passa d'une position nette d'emprunteur international, à celle de prêteur international net. Cette nouvelle situation permit à cette nation de détenir, à la fin du conflit, plus de la moitié du stock d'or mondial. Le déclin relatif de l'Europe par rapport aux États-Unis était enclenché.

Grâce à sa nouvelle position dans le commerce international et à sa puissance financière, New York succéda à Londres comme plaque tournante du négoce international pour la plupart des matières premières. Cette situation entraîna alors une modification du processus de transformation des crédits à court terme en prêts à long terme. Les États-Unis, à travers leur nouveau rôle central dans le commerce mondial des matières premières, réalisaient des déficits commerciaux avec les pays neutres d'Europe, le Japon et l'Amérique Latine. Ces pays accumulaient donc à New York des crédits à court terme en dollars. À la moitié de l'année 1919, l'endettement américain à court terme auprès de l'étranger était évalué à un milliard de dollars, soit plus du double de son niveau d'avant-guerre. Les États-Unis transformaient ensuite ces crédits à court terme en prêts à long terme, notamment aux Alliés. Ainsi, la position financière de ce pays se mit de plus en plus à ressembler à celle du Royaume-Uni avant-guerre, empruntant court et prêtant long.

La guerre remit donc en cause la suprématie mondiale britannique dans les domaines financiers et commerciaux. Il ne faut cependant pas non plus exagérer l'affaiblissement du Royaume-Uni. Il demeura jusqu'à la Seconde Guerre mondiale une grande puissance, capable de rivaliser avec les États-Unis. Ce furent surtout la France et l'Allemagne qui perdirent le plus d'influence sur la scène financière internationale. La première par la perte de ses créances sur la Russie. La seconde, par le quasi-anéantissement de ses avoirs extérieurs. Les places financières de Paris et de Berlin perdirent ainsi leur rôle international. Le franc et le mark, qui avant-guerre constituaient des monnaies de réserve internationale, virent

leurs positions fortement remises en cause.

La guerre engendra donc un bouleversement de la hiérarchie des grandes puissances, la montée des États-Unis menaçant la suprématie anglaise, la France et l'Allemagne perdant une grande part de leur prestige.

Cette nouvelle situation eut un impact conséquent sur les mécanismes de régulation de l'étalon-or. Avec l'affaiblissement du Royaume-Uni comme puissance dominante dans la finance et les échanges internationaux, sa position particulière au sein du système monétaire international fut altérée. Ses fonctions de banquier central et commercial à l'échelle internationale, de marché ouvert aux produits en difficulté et de coordinatrice des politiques macroéconomique, grâce auxquelles elle exerçait une influence stabilisatrice sur ce régime monétaire, furent plus difficiles à remplir. En cause, l'affaiblissement de ses positions commerciales, la mise en place d'un tarif pendant la guerre qu'elle ne retirera pas totalement, la vive concurrence de New York comme place financière mondiale et la perte d'une grande partie de ses actifs étrangers. Le Royaume-Uni perdit les moyens de ses ambitions. Ces pertes se firent notamment au profit des États-Unis, pays qui refusera cependant en partie, comme nous le verrons plus loin, d'endosser les responsabilités que sa nouvelle position lui conférait. La remise en cause de la hiérarchie mondiale provoquait par la guerre, affaiblit ainsi un des mécanismes de régulation de l'étalon-or, celui du rôle particulier du Royaume-Uni.

### **II.2.2 Les problèmes liés au financement de la guerre**

Comme nous l'avons vu précédemment, la guerre nécessita une mobilisation totale de l'économie. Toute l'activité fut réorientée vers l'effort de guerre, dont le coût fut immense. À ces charges s'ajoutèrent à la fin des combats, celles de la reconstruction et de l'indemnisation des populations. Les budgets des États augmentèrent alors considérablement. Pour couvrir ces dépenses, les gouvernements durent trouver de nouvelles sources de financement. Pour cela, quatre possibilités s'offraient à eux. L'augmentation des recettes fiscales, seule solution durable à long terme. Le recours à l'endettement national. À celui international. Et enfin, la création monétaire. Toutes ces options furent utilisées par les belligérants, mais selon des modalités et des intensités différentes.

Le Royaume-Uni fut la nation qui recourut le plus à l'impôt pour financer son effort

de guerre. Il couvrit alors 25 % de ses dépenses<sup>5</sup>. Dans le cas américain, il en finança 22 % (Rockoff, [2005]), grâce notamment à la multiplication par deux de l'impôt sur le revenu en 1916 et la mise en place d'une taxe de 63 % sur les revenus supérieurs à 200 000 dollars. La France et l'Allemagne, avec respectivement 15 et 13,8 % (Blancheton [2001] pour la France et Balderston [1989] pour l'Allemagne) de contribution de l'impôt à l'effort de guerre, furent parmi les belligérants ceux qui recoururent le moins à la taxation. L'attitude de ces pays envers l'impôt peut s'expliquer par leur volonté de démontrer leur puissance financière. Le précédent des réparations fut aussi un déterminant de ce comportement. En effet, après la guerre franco-prussienne de 1870, la France avait dû payer des indemnités à l'Allemagne. En recourant alors massivement à l'emprunt, chaque pays espérait ainsi pouvoir « présenter l'addition » au vaincu à la fin de la guerre et réclamer des compensations. Le déroulement des combats et la baisse de l'activité que connurent ces deux pays peuvent également expliquer en partie leur plus grande réticence à recourir à ce mode de financement.

La dette fut alors le principal contributeur à l'effort de guerre. L'endettement, national et international, des principaux belligérants passa alors en prenant comme étalon, la valeur du revenu national de chaque pays en 1913, de quelques mois en 1913 (moins de deux mois pour l'Allemagne, moins de quatre pour le Royaume-Uni, près de neuf pour la France), à plusieurs années en 1919. Le Royaume-Uni contracta une dette équivalant à trois années de revenu national de 1913, l'Allemagne trois et demi et la France quatre années. Cet endettement se fit auprès des nationaux dans le cas de l'endettement domestique, ou auprès de l'étranger, États ou agents privés, pour celui international. Dans le cas des dettes nationales, la France se finança à hauteur de 57 % par ce moyen, dont 61,4 % de cette dette était à court terme et 38,6 % à long terme. Les États-Unis n'eurent pas besoin de recourir à l'endettement international, au contraire, ils furent prêteur international. Leur dette domestique finança alors 58 % de l'effort de guerre. En ce qui concerne l'Allemagne, ce chiffre atteignit 86,2 %, dont 30 % étaient à court terme et environ 15 à 18 % furent monétisés (Ritschl, [2005]). Pour ce pays, la dette internationale ne finança qu'une partie infime de la guerre et sa faible importance s'explique par sa difficulté à accéder aux marchés financiers internationaux, alors dirigés principalement en faveur des

---

5. Les données pour le Royaume-Uni proviennent de Broadberry et Howlett (2005)

Alliés. Pour le Royaume-Uni, la dette représenta 57,2 % du coût du conflit, dont 74,5 % de cette dette était à long terme et 25,5 % à court terme. Si ce pays emprunta massivement à l'international, il prêta encore plus au cours de la guerre. Sa position en matière d'endettement international pour financer la guerre était donc créditrice.

À la fin des hostilités, s'ajoutèrent à ces dettes, les dédommagements dus par les vaincus aux vainqueurs, les réparations. L'Allemagne fut déclarée responsable de ce conflit et devait donc en payer les coûts. Cette position fut notamment justifiée en France, par les précédents historiques des réparations qu'elle avait dû verser après ses défaites de 1871 et de Waterloo. Ainsi, lors du Traité de Versailles en 1919, la responsabilité de l'Allemagne fut reconnue et les Alliés l'engagèrent à verser des indemnités. Le Comité des Réparations, créé à cette occasion, statua en avril 1921, le montant des réparations à 132 milliards de marks-or. Mais cette décision ne fit pas l'unanimité. L'Allemagne, bien que forcée d'accepter les volontés des vainqueurs, considéra pendant toute la durée de ce problème, que ces exigences étaient injustes et traduisaient la cupidité de ces anciens ennemis. Dans le camp des Alliés, le consensus n'était pas non plus la règle. Les États-Unis ne ratifièrent pas cet accord. Certains pays, emmenés par la France notamment, le trouvaient eux insuffisamment sévère. Pour d'autres comme le Royaume-Uni, au contraire, il était trop dur. Finalement, face à la mauvaise volonté allemande, réelle ou contrainte par sa situation économique, et la faiblesse des paiements, la France et la Belgique envahirent la Ruhr en janvier 1923. Cette crise se résoudra enfin par l'adoption du plan Dawes en 1924 et l'établissement d'un nouveau calendrier de paiements annuels. Avec le déclenchement de la crise de 1929, l'Allemagne se trouvera de nouveau dans l'incapacité de tenir ses engagements. Un nouveau plan sera mis en place, le plan Young en avril 1930. En définitive, à la suite de son échec, le moratoire Hoover de juin 1931 mettra fin aux obligations de l'Allemagne. Le problème des réparations s'étendit donc sur toute la période de l'entre-deux guerres. Les tensions qu'il suscita, détériorèrent ainsi les relations internationales entre vainqueurs et vaincus, mais aussi en partie parmi le camp des Alliés. La coopération internationale en souffrit.

Les belligérants sortirent donc de la guerre avec un très fort endettement public. Celui-ci était constitué de dettes à court et long terme, domestique et extérieure. Le problème de leur financement fut alors déterminant au cours des années vingt dans les différents



processus nationaux de rétablissement de l'étalon-or. L'endettement public et la façon avec laquelle il fut traité, marquèrent profondément la crédibilité des accords monétaires dans l'entre-deux-guerres, comme nous le verrons par la suite.

### **II.2.3 Des ajustements monétaires nécessaires**

Au cours des hostilités, les taux de change des belligérants avaient été soutenus par des interventions des gouvernements et dans une moindre mesure, par la croyance d'un retour rapide aux anciennes parités-or une fois la guerre terminée. Ainsi à l'issue du conflit, le franc et la livre notamment, se retrouvaient surévalués (taux de change réels) par rapport au dollar, alors monnaie de référence. Le franc l'était d'environ 35 % et la livre de 10 % (Eichengreen, [1992]). Mais à partir de mars 1919, les États-Unis suspendirent leur aide financière à leurs alliés européens. Or, avec la levée des principaux contrôles des capitaux, le retour du transport maritime et la baisse de son coût d'assurance, les arbitrages entre monnaies redevenaient possibles. Celles des belligérants européens chutèrent donc fortement par rapport au dollar et aux autres monnaies encore convertibles. Une correction par rapport aux taux de change artificiels maintenus pendant le conflit était nécessaire. Le Royaume-Uni, dont la livre était encore échangeable en or officiellement, suspendit formellement le droit d'exporter ce métal le 29 mars 1919, dans le but d'éviter une hémorragie d'or vers les États-Unis. Le Royaume-Uni abandonnait officiellement l'étalon-or. Le taux de change livre-dollar devint alors un indicateur essentiel du nouveau régime de change flexible. Le dollar, car il servait de référence au prix de l'or en étant la principale monnaie encore convertible dans ce métal. La livre, grâce à sa place au centre de la finance et du commerce international avant-guerre. La forte croyance que le Royaume-Uni rétablirait rapidement sa parité-or de 1913 jouait également (Eichengreen, 1992). La Belgique, la France, le Danemark, la Norvège, l'Italie, la Suisse et la Suède, ancrèrent alors leurs monnaies à celle anglaise. Le Brésil, le Canada et l'Espagne firent de même à partir de l'été 1920. Mais lorsque dans la seconde moitié de l'année 1921, la livre se mit à fluctuer fortement par rapport au dollar, l'espoir d'un retour rapide aux anciennes parités-or s'amenuisa. Les nations précédemment ancrées sur la devise anglaise l'abandonnèrent dès lors, et un régime de change pur se généralisa. Les monnaies suivirent donc à partir de ce moment des évolutions diverses. Les fortes fluctuations monétaires que connurent alors de

nombreux pays, finirent par dissiper totalement la crédibilité d'un retour aux anciennes parités. Ce régime monétaire ne fonctionnait plus comme une règle contingente (« as a contingent rule »), l'étalon-or classique n'existait plus.

Pour les auteurs de l'époque tels que Cassel, ces ajustements monétaires étaient nécessaires. Cette phase de flottement que rencontraient les monnaies était donc normale. En effet, l'idée dominante dans la théorie des taux de change pour les contemporains de cette époque, était le concept de parité des pouvoirs d'achat. Ainsi, pour retourner aux anciens taux de change, le niveau des prix de 1913 devait être restauré. Bien que les dirigeants politiques eussent conscience des coûts d'une baisse générale du niveau des prix en matière d'activité et d'emploi, ils la considéraient comme la seule voie possible pour retrouver la prospérité magnifiée d'avant-guerre (Mouré, [2002]). Si les prix regagnaient leurs anciens niveaux, alors celui de l'or exprimé en monnaie nationale le ferait également. Les monnaies pourraient ainsi être à nouveau convertibles aux parités d'avant-guerre. Pour les défenseurs de la théorie des parités de pouvoir d'achat, le recours aux changes flexibles était donc une nécessité, le temps que les ajustements s'opèrent.

Cette vision est cependant infirmée par Eichengreen (1992). Selon lui, le retour aux anciennes parités-or ne dépendait pas d'un différentiel d'inflation, mais plutôt du problème de la gestion des dettes domestiques héritées de la guerre. En effet, entre 1919 et 1921, au cours du boom économique et de la crise qui le suivit, les prix et salaires baissèrent de plus de 30 % dans la plupart des pays industrialisés, démontrant ainsi une grande capacité d'ajustement nominale. Compte tenu de cette rapidité d'ajustement après-guerre, un retour aux précédentes parités aurait dû se produire beaucoup plus rapidement que ce ne le fut. Par contre pour Eichengreen, l'important endettement des belligérants européens à la fin des hostilités allait leur poser deux problèmes majeurs. Leur fort endettement à court terme entraînait un risque de solvabilité pour l'État, si les porteurs de ses titres ne les renouvelaient pas, obligeant ainsi leur banque centrale à monétiser encore plus de dettes. Cette hausse de l'offre de monnaie exercerait ensuite des pressions à la baisse sur le change du pays, annihilant ainsi les efforts consentis jusque-là pour restaurer la parité. L'endettement à court terme des États était donc une menace sur leur solvabilité, ainsi que sur leur capacité à restaurer leurs parités d'avant-guerre. Tant que sa maturité n'était pas allongée, la question du retour de la convertibilité ne pouvait être d'actualité.

Ces dettes faisaient également peser une menace sur l'équilibre budgétaire. Si les pays ne parvenaient pas à trouver les ressources nécessaires pour servir leur dette, ils risquaient de voir leurs déficits s'accroître, faisant encore plus augmenter la dette et poussant à sa monétisation. Le budget de l'État devait donc être équilibré malgré cette importante charge, par l'augmentation des taxes ou la diminution des dépenses. Résoudre ces deux problèmes, l'allongement de la maturité des dettes et le financement de leur service, allait être comme nous le verrons, les des enjeux majeurs des années vingt. Les dénouer permettait alors de stopper la monétisation de la dette et donc, de stopper la dépréciation du change. Selon leurs capacités à résoudre ces problèmes posés par leur fort endettement, ces nations connurent des trajectoires différentes au cours des années vingt. Le mode de règlement de ces dettes et les expériences de stabilisation qui en découlèrent, affectèrent ensuite les accords monétaires dans les années trente.

Nous venons de voir que l'étalon-or réussit à être maintenu en apparence au cours de la Première Guerre mondiale, bien que dans les faits il n'était plus opérant. La croyance du public dans un retour rapide aux anciennes parités-or permit ainsi aux nations en guerre de se financer à moindres coûts, comme ce système monétaire l'avait déjà permis lors de précédents conflits. Les taux de change ne reflétèrent pas cependant la même confiance malgré leur soutien par les gouvernements. Les cours des monnaies dévièrent donc de leurs parités historiques, sous les effets de la création monétaire et des déséquilibres des balances courantes. À l'issue des hostilités, ces variations monétaires furent actées et l'étalon-or suspendu officiellement, pour laisser place à un flottement généralisé des monnaies. La Grande Guerre entraîna alors de profondes modifications des ordres établis avant-guerre, sur les plans politiques et économiques. La montée des revendications sociales fragilisa l'ancien consensus autour de la défense absolue de l'or, l'étalon-or avait été abandonné et les États se retrouvaient lourdement endettés. Ces bouleversements allaient alors affecter profondément les processus de stabilisation monétaire des années vingt et la crédibilité des accords monétaires qui en émergèrent.

## CHAPITRE 3

# Le retour à l'or, l'étalon de change-or

---



La Première Guerre mondiale bouleversa profondément les équilibres économiques et sociaux en place. Le régime monétaire international fondé sur l'étalon-or avait cependant réussi à être maintenu en apparence dans la plupart des pays au cours du conflit. Dans les faits, un ensemble de contraintes et de contrôles empêchait son véritable fonctionnement. Cette illusion de stabilité monétaire ne résista pas cependant au retour de la paix et à la levée de ces contraintes. Le système monétaire s'effondra en 1919 et une période de flottement généralisé des monnaies débuta. Mais face aux fortes perturbations monétaires du début des années vingt, une volonté unanime s'affirma pour un retour à un ancrage aurifère. Dans la première moitié de cette décennie, toutes les nations tentèrent de recouvrer la convertibilité-or de leurs monnaies. Ce à quoi elles arrivèrent pour la grande majorité dans la seconde moitié. Le régime d'étalon de change-or apparaissait alors. Cependant, les différentes situations dont ces pays héritèrent de la guerre, notamment en matière d'endettement, ainsi que les caractéristiques propres à chacun d'eux, les amenèrent à suivre diverses trajectoires dans leur processus de stabilisation monétaire. Ces différentes évolutions et les expériences qu'ils en retirèrent, influencèrent par la suite comme nous le verrons dans les prochains chapitres, leurs parcours dans les années trente.

Nous verrons donc dans cette partie les différentes voies empruntées par ces nations pour rétablir la convertibilité-or de leurs monnaies, ainsi que les conséquences que cela entraîna. Puis nous décrirons le nouveau régime d'étalon de change-or qui apparut à la suite de ces processus.

## **I Le retour à l'or, différentes expériences nationales**

Le système d'étalon-or ne survécut pas à la fin des hostilités, tant les déséquilibres monétaires et financiers accumulés étaient importants. Une période de flottement généralisé des monnaies débuta à partir de 1919, excepté pour le dollar et quelques autres monnaies d'Amérique Centrale. Cette phase ne devait cependant être que provisoire, le temps que les ajustements nécessaires puissent avoir lieu. La convertibilité-or devait donc être rapidement rétablie.

Mais cela ne se produisit finalement pas si facilement. Pour rétablir leurs anciennes parités-or, les nations pensaient devoir simplement rétablir le niveau général des prix qui

régnait avant-guerre. Pour cela, une politique de déflation devait alors être mise en place. Elle se présenta alors selon deux axes. Le premier visait à rétablir l'équilibre budgétaire, considéré comme un prérequis à l'époque. De plus, le maintien de déficits et le risque de leurs financements par création monétaire étaient une menace directe au rétablissement de l'ancien ordre monétaire. L'autre axe, consistait à réduire la circulation fiduciaire qui avait explosé au cours du conflit et ainsi permettre une baisse des prix. Or, comme nous l'avons vu avec Eichengreen, pour pouvoir mener de telles politiques, le financement des dettes de guerre devait être assuré. En effet, tant que la maturité de l'endettement n'avait pas été allongée, une hausse des taux d'intérêt permettant une déflation de l'économie, faisait peser un risque trop important sur l'équilibre budgétaire par la hausse du service de la dette qu'il engendrerait. De plus, le maintien d'un important volume de dette flottante présentait aussi un risque financier important. En cas de perte de confiance des détenteurs de ces titres, s'ils ne les renouvelaient pas à l'échéance, l'État aurait été contraint de faire appel à sa banque centrale pour les acquérir et donc, les monétiser. La circulation fiduciaire aurait alors augmenté, favorisant la hausse des prix, éloignant toujours plus la perspective d'un retour aux anciennes parités. Les modalités de financement du conflit et donc la structure de la dette nationale, ainsi que les caractéristiques propres à chaque pays à résoudre après-guerre ce problème posé par l'endettement, allaient conditionner les différentes trajectoires de stabilisation monétaire empruntées dans les années vingt. Ces différentes expériences nationales influencèrent grandement par la suite comme nous le verrons dans les chapitres suivants, les parcours suivis par ces nations au cours des années trente.

Nous verrons donc dans cette partie comment les États réussirent à gérer leur endettement hérité de la guerre et purent alors rétablir la convertibilité-or de leur monnaie. Nous étudierons plus en détail le cas de la France, dont la gestion de l'endettement public tout au long de l'entre-deux-guerres a été étudié par l'auteur, dans le cadre d'un chapitre d'un ouvrage collectif dirigé par M. Lutfalla à paraître.

## **I.1 L'influence américaine sur la conjoncture**

La situation américaine fut quelque peu particulière à l'issue de la Première Guerre mondiale. Ce pays avait dû suspendre la convertibilité-or de sa monnaie en janvier 1918.



Cependant, très rapidement à l'issue du conflit, il fut en mesure de la rétablir à leurs anciennes parités. L'importance de leurs stocks d'or, plus de 50 % du stock mondial à la fin de la guerre (Kindleberger, [1976]), la fin de leur soutien financier à leurs anciens alliés en mars 1919, leurs importants excédents commerciaux, ainsi que le rétablissement de leur équilibre budgétaire dès 1919 dû à la forte contraction des dépenses de l'État, permirent à ce pays de rétablir la convertibilité-or du dollar en juin 1919. Au cours de la guerre, l'État avait essentiellement compté, comme nous l'avons vu, sur un financement de ses dépenses par un endettement à long terme et une hausse de la fiscalité. La dette flottante ne présentait donc pas de menace. Et si un recours à la création monétaire avait eu lieu, augmentant la circulation fiduciaire et favorisant alors l'inflation de guerre, l'importance du stock d'or accumulé, permettait de maintenir un ratio de couverture-or de 50 % à la moitié de l'année 1919, donc supérieur au ratio légal de 40 %. Cette nation réussit donc rapidement à rétablir l'ancienne convertibilité-or de sa monnaie. Le dollar et son taux de change demeurèrent alors la référence pour qui voulait rétablir les anciennes parités. En effet, étant le seul pays à voir sa monnaie ancrée sur l'or, pour les autres États, rétablir la convertibilité de leurs monnaies, signifiait rétablir les taux de change de 1913. Comme la cause des divergences des changes prenait sa source dans les différentiels d'inflation hérités de la guerre, selon la théorie des parités de pouvoir d'achat, il suffisait de retrouver le même écart qu'avant-guerre. Si les nations européennes avaient connu une forte augmentation des prix, les États-Unis en avaient également souffert. L'effort à fournir pour les Européens devait donc être moins intense, puisqu'il suffisait de combler l'écart avec le niveau général des prix américains de 1919 et non pas celui de 1913.

Cette nouvelle position acquise par les États-Unis à l'issue du conflit, conféra alors selon Asselain (1995), un rôle primordial à ce pays dans la conjoncture de l'après-guerre et donc dans les stratégies de stabilisation suivies par les nations aux monnaies encore flottantes. En effet, à partir de 1919, l'activité se renforça à travers le monde et un boom économique de 18 mois s'enclencha. Malgré une crainte initiale d'une montée du chômage due à la démobilisation des hommes, le dynamisme de l'activité fut fort. À l'origine de cette situation pour Asselain, des facteurs spontanés, comme les achats de consommation différés, la reconstitution des stocks, ou l'investissement des entreprises financé par les profits de guerre. Mais des facteurs plus « construits » amplifièrent également cette

reprise, tel le maintien de déficits budgétaires importants sur l'année fiscale 1918-1919, des politiques monétaires laxistes maintenant des taux d'intérêt faibles malgré le contexte inflationniste, ainsi que les flux de crédits américains vers l'Europe. Cette forte reprise de l'activité s'accompagna cependant d'une hausse des prix à travers le monde, mais selon des intensités différentes. Elle fut de 24 % au Royaume-Uni, de 40 % au Japon, de 15 % aux États-Unis, de 74 % en France et de 225 % en Allemagne. Or, tous les mécanismes d'amplification et d'auto-entretien de ce phénomène étaient en place : expansion du crédit bancaire, euphorie des affaires, spéculation boursière, *etc.* L'inflation et le boom économique se maintinrent désormais. Mais à partir de janvier 1920 et cela jusqu'à l'été 1921, les États-Unis augmentèrent leurs taux d'intérêt. Cette mesure avait pour but de préserver le régime d'étalon-or en vigueur dans le pays, alors menacé par une politique monétaire trop lâche. En augmentant ses taux, le pays visait deux objectifs. L'un était de limiter les sorties d'or que leur nouveau rôle de prêteur international, associé à des taux d'intérêt faibles, entraînait, et cela malgré l'importance des excédents commerciaux. Si à la mi-1919, le ratio de couverture-or atteignait 50 %, à la fin de cette même année, il était passé en dessous de 44 %, se rapprochant du seuil fatidique des 40 %. L'autre objectif de cette hausse était de lutter contre l'inflation qui continuait à sévir malgré la fin de la guerre. Il y avait aussi une volonté de combattre ce que la Réserve Fédérale analysait comme une spéculation excessive, donc de liquider les excès de la spéculation, de purger l'économie (Eichengreen, [1992]). Cette politique déflationniste eut un important effet sur l'activité et les prix américains, provoquant pour ces deux variables un fort recul, les prix de gros internes reculèrent de 46 %. Mais avec la nouvelle position internationale des États-Unis, ces politiques eurent également des conséquences importantes sur le reste du monde. Ainsi, la hausse des taux entraîna un renversement des flux de capitaux. Ceux-ci se mirent à affluer vers ce pays, renforçant sa balance des paiements. La baisse de l'activité provoqua un recul des importations, là aussi à l'origine d'un renforcement de la balance des paiements. Les États-Unis attiraient à nouveau l'or du monde, rendant plus difficiles les stratégies de stabilisation des autres pays. De surcroît, la baisse des prix américains accentuait encore plus le différentiel d'inflation avec les autres nations. Si ces dernières voulaient retrouver leurs écarts de prix d'avant-guerre, la déflation interne à mener allait devoir être encore plus dure. Ainsi, la politique de déflation que menèrent les États-Unis

du début de l'année 1920 à l'été 1921, par leur nouvelle position centrale dans l'économie mondiale, plongea le monde dans la déflation. À partir de l'été 1921, ce pays diminua ses taux, favorisant une reprise interne et relâchant la pression sur l'économie internationale.

## **I.2 L'expérience de stabilisation du Royaume-Uni, le retour aux anciennes parités**

Le Royaume-Uni fut l'exemple même des pays qui réussirent à stabiliser rapidement leur dette et donc à limiter l'inflation qu'elle pouvait engendrer. Un retour aux parités d'avant-guerre était en conséquence envisageable pour ce pays.

### **I.2.1 Une maîtrise rapide de l'endettement**

La volonté de rétablir rapidement l'ancienne parité-or de la livre s'affirma dès 1918 pour le Royaume-Uni, à travers le rapport Cunliffe. En plus de présenter une version idéalisée de l'étalon-or classique, ce travail retenait comme niveau de retour de la convertibilité de la livre celui de 1913. La valeur de la devise anglaise était alors perçue à cette époque comme le symbole de la stabilité même, ainsi que de la domination du Royaume-Uni comme première puissance économique, financière et impériale. Le retour à l'or à la parité de 1913 était donc considéré, comme essentiel pour la crédibilité du sterling (Eichengreen [2004]). Ainsi, lorsque la convertibilité-or fut officiellement abandonnée le 29 mars 1919 et entérinée par une loi du Parlement en 1920. Cette loi n'envisageait cette situation cependant que jusqu'à l'année 1925, passée cette date, la livre devait être à nouveau échangeable contre de l'or et dans le cas contraire, le Parlement devrait voter une nouvelle loi prorogeant cette situation.

Mais avant de pouvoir restaurer la parité de sa monnaie, le Royaume-Uni devait stabiliser sa dette. Pour cela, deux conditions étaient nécessaires. L'une était de substituer une dette longue à la dette flottante et ainsi éloigner la menace d'un non-renouvellement des titres courts. L'autre était de dégager de nouvelles ressources pour assurer le service de la dette. Des différents belligérants, ce pays était un de ceux qui avait le mieux réussi à financer son effort de guerre à travers la fiscalité et l'endettement long. Ces deux modes de financement couvrant alors respectivement, 25 et 42,6 % du coût du conflit. La dette flottante n'avait alors été mise à contribution qu'à hauteur de 14,6 % (Broadberry et

Howlett, [2005]). Sa transformation à une échéance de plus long terme, ainsi que son financement, allaient alors être relativement plus aisés que pour d'autres, notamment la France et l'Allemagne. Pour assurer le financement de la dette, là aussi le gouvernement anglais prit rapidement des mesures. Alors que le budget de 1918-1919 était encore fortement déficitaire, deux tiers des dépenses n'étant pas couvertes, dès l'exercice suivant il redevenait excédentaire et pour toute la première moitié des années vingt. Pour y parvenir, le gouvernement réduisit de moitié ses dépenses grâce à la démobilisation de ses effectifs militaires et l'arrêt des contrats de guerre. La fiscalité fut aussi augmentée. Ainsi, alors qu'en 1920 le service de la dette représentait 31 % des dépenses publiques, l'État réussit à financer sa dette et rétablir son équilibre budgétaire. L'endettement ne constituait alors plus une menace pour un retour aux anciennes parités.

Pour retourner à son ancienne parité, le Royaume-Uni devait une fois son endettement stabilisé, mener une politique de déflation interne. Au cours du conflit, les prix avaient été multipliés par environ deux et demi. Le dollar étant la seule monnaie convertible, pour assurer la convertibilité de la livre, il suffisait d'abaisser les prix anglais au niveau de ceux américains, ceux-ci ayant été multipliés que par deux entre 1914 et 1918. Dans l'immédiat après-guerre, tant que la dette flottante n'avait pas encore été allongée, la Banque d'Angleterre avait maintenu un taux d'intérêt faible. Le maintien d'un important déficit budgétaire sur l'exercice 1918-1919, ainsi que la hausse de la demande et de l'activité, avaient maintenu un niveau d'inflation assez élevé. Mais dès octobre 1919, pour contrer ce phénomène, les taux furent relevés, d'abord à 4,5 %, puis à 6 % dès janvier 1920. Cette politique ne fut possible pour ce pays, que parce qu'il avait déjà réussi à stabiliser sa dette. Dans le cas contraire, cette hausse des taux d'intérêt aurait fortement alourdi le service de la dette, menaçant alors l'équilibre budgétaire et donc la baisse des prix. Mais ce problème évité, la Banque put maintenir un taux d'escompte élevé tout au long des années vingt, favorisant la contraction de l'activité et ainsi la baisse des prix. De plus, elle maintint au cours de la phase de stabilisation un taux d'escompte toujours supérieur au taux américain, dans le but d'attirer des capitaux et d'augmenter la demande de livre, poussant son cours à la hausse. Le budget fut également toujours en excédent malgré la hausse du poids du service de la dette dû à la baisse des prix et à la hausse des dépenses d'assistance. Sur l'année 1921, le pourcentage de la force de travail recensée tou-

chant l'assurance chômage passa de 2 à 11,3 %. Cette stratégie de déflation fut cependant compliquée par celle menée aux États-Unis entre 1920 et 1921, qui entraîna une baisse des prix de gros américains de 46 %. Mais dès 1922, l'activité et les prix américains se remirent à croître grâce à la baisse des taux opérés à partir de l'été 1921. Cette politique de déflation monétaire, budgétaire et salariale, menée par le Royaume-Uni, permit aux prix anglais et donc à la livre, de tendre vers les valeurs américaines.

### **I.2.2 Un retour à l'or précipité**

En 1925, l'acte du Parlement permettant à la livre de flotter prenait fin. Or, le gouvernement ne souhaitait pas le renouveler pour des raisons de crédibilité, de prestige et de stratégie. En effet, passé ce délai, si la livre continuait à flotter, une nouvelle loi aurait dû être promulguée. Cela aurait alors atteint la crédibilité de l'engagement du gouvernement à rétablir la parité-or de 1913. Cette nouvelle décision politique aurait été un acte fort, signifiant que les dirigeants n'étaient pas prêts à mettre en œuvre tous les moyens possibles pour assurer le raccrochage à l'or. La stabilisation de la monnaie aurait été reportée à une date incertaine. La spéculation qui avait soutenu la livre en vue de sa prochaine convertibilité se serait donc détournée de cette devise, faisant chuter son cours, annihilant ainsi les efforts déjà consentis. En conséquence, tout renouvellement de l'acte du Parlement était inenvisageable, son coût en matière de crédibilité et de prestige étant jugé trop élevé. Cette situation était connue de tous et les spéculateurs avaient confiance dans la capacité du Royaume-Uni à restaurer sa convertibilité. Ils anticipèrent donc massivement le retour à l'or de la livre, la loi autorisant son flottement prenant bientôt fin. Le cours de cette monnaie fut alors soutenu et affermi par leurs anticipations. Et le 25 avril 1925, la convertibilité-or de la monnaie anglaise fut rétablie à son niveau de 1913. L'autre raison pressant le gouvernement à ne pas différer cette stabilisation, répondait à des impératifs stratégiques. Certains pays comme l'Autriche, dès 1923, l'Allemagne et la Suède en 1924, la Suisse et les Pays-Bas en 1925, avaient déjà rattaché leur monnaie à l'or. D'autres comme l'Afrique du Sud, l'Australie, la Nouvelle-Zélande et la Hongrie, étaient également prêts à le faire. Si le Royaume-Uni souhaitait redevenir comme avant-guerre, un centre international de dépôt des réserves en devise des banques centrales, alors elle ne devait pas ajourner son retour à l'or. Les pays la précédant auraient autrement détenu leurs réserves

à New York. Ainsi la stabilisation de la livre ne pouvait pas être différée, c'était sinon prendre le risque de perdre encore plus de son ancienne puissance. Le retour à l'or fut donc effectué le 25 avril 1925. Le printemps était la période la plus favorable pour cette décision, car elle correspondait à une augmentation saisonnière des emprunts étrangers à Londres. Cette mesure fut soutenue par l'obtention de lignes de crédits par la Banque d'Angleterre auprès de la Réserve Fédérale, du Trésor américain et de la banque privée J.P. Morgan & Co. Les responsables américains relâchèrent également leur contrainte monétaire et laissèrent entre juillet 1924 et juillet 1925, l'offre de monnaie augmenter de 8 %, grâce à une forte croissance des prêts et dépôts bancaires. L'or afflua ainsi des États-Unis vers le Royaume-Uni. Une fois ce pays à nouveau arrimé à l'or, d'autres s'empressèrent de le suivre. La Hongrie, la nouvelle Zélande, l'Australie et l'Afrique du Sud firent de même. À la fin de l'année 1925, 35 pays avaient restauré la convertibilité de leur monnaie. Il s'avérait cependant, bien que le taux de change de 1913 entre la livre et le dollar ait été rétabli, que l'ajustement des prix britanniques et étrangers n'était pas suffisant. Le taux de change avait évolué avant le niveau des prix, et ceux-ci étaient encore trop élevés, entraînant un problème de compétitivité à venir pour le Royaume-Uni. Keynes évaluait en effet que la livre était surévaluée de 10 %.

La réussite britannique dans le rétablissement de sa parité-or d'avant-guerre se fit cependant aux dépens de l'activité et de l'emploi. En effet, comme nous le verrons plus en détail par la suite, pour maintenir la convertibilité-or de sa monnaie certainement surévaluée, le Royaume-Uni dut mener des politiques déflationnistes tout au long des années vingt, déprimant l'activité et l'emploi dans ce pays. Le nombre de chômeurs ne descendit alors jamais en dessous d'un million entre 1921 et 1929. Cet écart entre les aspirations d'après-guerre et la réalité économique médiocre, furent une des raisons de la résistance du mouvement syndical anglais, contrairement au reflux que connaissait l'Europe selon Asselain (1995). En plus de décourager l'activité, ces politiques tendaient à alourdir le poids de l'endettement public anglais en augmentant sa valeur réelle. Ainsi, les nations qui rétablirent leurs parités-or d'avant-guerre ne purent pas liquider une partie de leur dette domestique grâce à l'inflation, comme le firent celles qui restaurèrent une convertibilité-or dépréciée. Au contraire, la déflation qu'un taux de change surévalué exigeait, aggravait leur endettement. Même si elles étaient parvenues à financer leurs dettes,

leurs niveaux se retrouvèrent élevés au déclenchement de la grande dépression, menaçant la crédibilité de leur attachement à l'étalon-or, comme nous le verrons dans la seconde partie.

D'autres nations réussirent à rétablir leurs anciennes parités-or à l'issue de la guerre. Ce fut notamment le cas du Danemark, de la Norvège, des Pays-Bas, de la Suède et de la Suisse (Feinstein, Temin et Toniolo, [2008]). Ces pays n'avaient cependant pas connu les mêmes problèmes de dépréciation monétaire et d'endettement que le Royaume-Uni ou les nations qui déprécièrent leurs monnaies, car ils étaient neutres au cours de la guerre.

### **I.3 L'expérience de l'Allemagne**

L'Allemagne fut l'archétype de l'échec d'une stabilisation monétaire dû à l'incapacité de financer une dette publique de manière pérenne. L'impossibilité qu'elle rencontra à répartir la nouvelle charge fiscale nécessaire au financement de la dette, la poussa alors à monétiser ses déficits, nourrissant ainsi l'inflation. La hausse des prix entraînait ensuite une baisse du cours du mark. La dépréciation externe de la monnaie, en renchérissant le coût des importations, poussait à son tour les prix internes à la hausse. L'inflation réduisait ensuite le rendement de l'impôt, aggravant ainsi le déficit budgétaire. Un cercle vicieux se mit en place entre inflation, baisse du taux de change, déficits budgétaires et monétisation de ces déficits. Ces quatre mécanismes s'amplifièrent alors les uns les autres. Cette situation se transforma en hyperinflation, conduisant à la destruction de tout ordre monétaire et ébranlant l'activité. Ce ne fut qu'une fois que les coûts de ce chaos dépassèrent largement les bénéfices qui y étaient associés, que l'Allemagne réussit à résoudre le conflit sur la répartition de la nouvelle charge fiscale et qu'elle put donc rétablir un nouvel ordre monétaire en créant une nouvelle monnaie, le Rentenmark. Elle restaura ainsi la convertibilité-or de sa monnaie. Ce processus d'hyperinflation permit cependant à l'État de liquider une grande part de sa dette domestique. Sa dette internationale, en particulier les réparations, continua par contre à peser sur elle tout au long des années vingt, cette dette étant libellée en mark-or, donc indexée sur la valeur de l'or.

Nous présenterons donc dans cette partie, comment l'Allemagne plongea dans l'hyperinflation, puis de quelles façons elle en sortit. Pour cela, nous nous appuierons sur les travaux d'Eichengreen (1992)

### I.3.1 L'hyperinflation allemande

Pour de nombreux officiels allemands tels Helfferich, ministre des Finances du Reich pendant la guerre puis député au Reichstag, ou Havenstein, président de la Reichsbank, l'inflation allemande était la conséquence de la dépréciation du mark sur les marchés de change. Ce processus avait pour origine l'intransigeance des Alliés sur les réparations. En effet, les Allemands anticipaient une hausse injuste des taxes, poussant les capitaux à quitter le pays, affaiblissant ainsi le mark. Les paiements intérimaires de 1920-1921, puis les transferts de réparations de 1922, dégradèrent encore plus la balance des paiements allemande, faisant toujours plus chuter le mark. Comme le taux de change baissait, le prix des importations et des exportations augmentait, provoquant l'inflation. Face à l'augmentation de la demande de monnaie et de crédit qui résultait de cette hausse des prix, la banque centrale augmentait son offre de monnaie. Or, les revenus nominaux répondaient plus lentement aux variations de prix que les dépenses nominales. Le déficit budgétaire s'aggravait donc, nécessitant une monétisation plus importante du déficit public par la Reichsbank. Cette monétisation accélérât donc l'inflation, creusant le déficit et la dépréciation du taux de change. Un cercle vicieux s'enclencha ainsi, faisant basculer l'Allemagne dans l'hyperinflation. Cette justification de la situation allemande fut encouragée par un rapport sur l'état budgétaire de l'Allemagne rendu par Keynes, Cassel, Brand et Jenks en novembre 1922. Ce rapport concluait que le budget aurait été équilibré sans les transferts de réparations et donc, que la stabilité monétaire aurait été maintenue. Ce travail ne convainquit pas cependant de nombreux observateurs étrangers et notamment ceux français. Ils le considéraient plutôt comme une justification permettant à l'Allemagne de ne pas s'acquitter des réparations. L'hyperinflation de ce pays puisait selon eux sa source, dans le déficit budgétaire allemand. En recourant à la création monétaire pour se financer, le gouvernement avait déclenché l'inflation. La dépréciation externe du mark reflétait simplement celle interne, le taux de change n'étant alors qu'un indicateur avancé de l'inflation.

Eichengreen (1992) analyse lui l'hyperinflation allemande et donc, l'impossibilité de ce pays à rétablir la convertibilité-or de sa monnaie, par son incapacité à répartir la nouvelle charge fiscale nécessaire au financement de l'endettement interne et externe allemand. L'hyperinflation allemande trouvait bien sa source dans le déficit budgétaire allemand, en



partie dû aux réparations, qui était amplifié par l'inflation causée par sa monétisation, selon lui. La dépréciation externe du mark auto-entretenait ensuite ce mécanisme. Cependant, si le budget allemand était déséquilibré par les réparations, cela résultait de l'incapacité des gouvernements à augmenter les ressources de l'État et notamment, à faire émerger un nouveau consensus fiscal. Mais ce consensus butait sur deux impasses. L'une nationale, l'autre internationale. D'un point de vue interne, c'était l'opposition entre partis de droite et de gauche qui empêchait toute augmentation des taxes. Les premiers refusaient en partie le paiement des réparations et souhaitaient que les transferts soient payés par l'augmentation de la durée de travail de deux heures par jour. Les seconds proposaient eux, une taxation sur la propriété pour équilibrer le budget. L'impossibilité de trouver un accord entre taxation du travail ou du capital, empêcha alors toute hausse des ressources de l'État. L'autre opposition avait lieu au niveau international. Elle portait sur le montant des réparations. D'un côté les Alliés et plus particulièrement la France et la Belgique, souhaitaient qu'elles soient intégralement honorées, refusant tout consensus. De l'autre côté, le gouvernement allemand tentait de démontrer que l'hyperinflation était la preuve même de son incapacité à payer. Ce conflit ne poussait pas alors l'Allemagne à mener les mesures nécessaires pour sortir de cette impasse. Ces oppositions, nationales et internationales rendaient l'État incapable de se procurer les ressources nécessaires pour combler son déficit. L'inflation continuait à se développer.

Ces problèmes se posèrent pour différentes raisons. Le traité de Versailles reconnaissait la responsabilité de l'Allemagne dans le déclenchement des hostilités et lui infligeait d'en payer les réparations. Il ne fixait pas cependant la valeur et les modalités de ces réparations. L'Allemagne devait donc s'acquitter de transferts intérimaires jusqu'à ce qu'elles soient déterminées. Ces transferts prirent la forme de cession d'actifs, de devises étrangères, de livraisons d'or provenant des réserves de la banque centrale, de matériel de guerre et de charbon. Lorsqu'ils prirent fin en avril 1921, leur montant cumulé représentait huit millions de marks-or, soit environ 20 % du revenu national de cette année. Ils n'eurent pas cependant d'impact trop important sur le budget de l'État et les prix allemands sur la période 1919-1921. En effet, le gouvernement parvint à trouver les ressources nécessaires pour les financer, grâce à un ensemble de réformes fiscales proposées par Erzberger, ministre des Finances. Une taxe d'urgence fut créée et l'impôt sur le revenu transféré des

États au Reich. Cette politique fut acceptée car considérée comme provisoire. Elle permit alors à l'Allemagne de faire preuve de sa bonne volonté, espérant ainsi pouvoir atténuer les exigences des Alliés. Cette réforme fiscale fut suivie d'une importante entrée de capitaux dans le pays, les spéculateurs anticipant une stabilisation prochaine du mark. Les transferts intérimaires n'aggravèrent donc pas le déficit budgétaire et les entrées de capitaux contrebalancèrent leurs effets sur le taux de change.

Mais en avril 1921, la Commission des Réparations fixa à Londres le montant total des indemnités que devrait verser l'Allemagne. La somme de 132 millions de marks-or fut réclamée. Une première tranche de 50 millions devait être versée, à raison de transferts de 10 % du revenu national allemand par année. Le versement des 82 millions restants serait envisagé plus tard, lorsque le pays aurait accru ses capacités de remboursement. En 1921, l'Allemagne honora 75 % de ses engagements, mais le gouvernement fut cependant incapable de lever de nouvelles taxes pour financer ces transferts. Contrairement à l'année 1920 au cours de laquelle Erzberger avait pu augmenter les recettes fiscales, l'ampleur de la dette allemande définie en 1921 à Londres était telle, que toute hausse des impôts prenait un caractère durable. Trouver un accord pour la répartition de la charge fiscale devenait donc beaucoup plus difficile. Les socialistes pressaient pour une taxation de la richesse, alors que la droite souhaitait une hausse des taxes, notamment sur les ventes. Les désaccords entre factions politiques menèrent ainsi à une impasse politique. L'impossible émergence d'un consensus provoqua donc une aggravation du déficit budgétaire, entraînant sa monétisation accrue. Cette impasse budgétaire était de plus accentuée par les modalités selon lesquelles les paiements étaient exigés. En effet, ceux-ci dépendaient de la capacité de l'Allemagne à pouvoir les honorer. Cela n'incitait donc pas les politiciens à trouver un accord dont les bénéfices profiteraient à l'étranger. La perspective d'une stabilisation rapide du mark s'éloigna donc avec l'intransigeance des Alliés, la pérennisation des réparations, l'impasse budgétaire et l'accumulation de déficit. Les spéculateurs arrêtaient de soutenir cette monnaie, elle se remit donc à chuter plus fortement.

À partir de l'année 1921-1922, la situation allemande se détériora considérablement. Le déficit budgétaire se creusait, nourrissant l'inflation et dépréciant toujours plus la valeur externe du mark. Cette période de plus en plus critique ne poussa pas cependant le gouvernement à trouver un accord budgétaire. Cela car, parallèlement à cette situation, l'activité

économique supportait relativement bien ce choc. En effet, comme la dépréciation externe avait toujours un temps d'avance sur l'inflation, le taux de change réel tendait à favoriser les exportations allemandes, tant que les prix s'ajustaient avec retard. L'activité continuait ainsi à être soutenue. Les salaires nominaux s'adaptaient également plus lentement que les prix. À chaque poussée d'inflation, les salaires réels baissaient, favorisant l'activité. Les grandes entreprises et particulièrement celles de l'industrie lourde, avaient de plus directement accès à des crédits de la Reichsbank à taux fixes. La valeur réelle de leur endettement diminuait donc à chaque augmentation des prix. C'est ainsi que des industriels comme Stinnes, étendirent leur empire. Tant que cette relation entre change, prix et salaires nominaux, se maintenait, l'économie allemande continuait à prospérer. Il y avait donc peu d'incitations à trouver un consensus fiscal permettant de stabiliser la monnaie.

Cependant l'inflation accéléra et se transforma en hyperinflation à partir de l'été 1922. La rapidité des ajustements nominaux augmenta aussi. À partir de l'automne 1922, les salaires étaient versés toutes les deux semaines, au lieu de l'être mensuellement. En février 1923, ils l'étaient tous les dix jours. Et en septembre de cette même année, la paie devint bihebdomadaire. Le délai d'adaptation entre salaires nominaux et prix tendit alors à disparaître. Les Allemands s'adaptaient à la dépréciation du mark et à la hausse des prix nationaux. La vitesse d'ajustement des prix s'accéléra donc également et le retard entre valeur interne et externe de la monnaie se combla. À la fin de la période d'hyperinflation, les prix étaient indexés directement sur les cotations de change du mark. Les avantages de l'inflation en matière d'activité s'estompèrent alors progressivement.

Avec l'atténuation de cette relation, les bénéfices de l'inflation se firent de plus en plus minces et ses coûts devinrent de plus en plus flagrants. Les coûts typiques d'une situation d'hyperinflation se ressentirent alors. Les marchés financiers étaient gravement perturbés, les individus consacraient une part importante de leur temps à minimiser leur détention de monnaie, les prix perdaient leur rôle de vecteur d'information, l'incertitude pesant sur les prix et le taux de change gênait la production et le commerce *etc.* Ainsi le volume des exportations chuta d'un tiers à partir de l'été 1922. À cela s'ajouta l'invasion de la Ruhr par la France et la Belgique en janvier 1923. Une résistance passive se développa, déprimant toujours plus l'activité. L'inflation tendait aussi à creuser le déficit de l'État

en réduisant la valeur réelle du revenu des taxes, conséquence du délai nécessaire entre engagement et décaissement de l'impôt. La valeur nominale des dépenses augmentait plus vite que celle des ressources. L'aide du gouvernement à la résistance passive, à travers le versement de compensations à l'industrie pour payer les salaires des travailleurs non productifs et empêcher les licenciements, approfondissait également le déficit budgétaire. Les coûts de l'inflation et de l'impasse politique excédaient alors de plus en plus ses bénéfices. La situation devenait intenable, une solution devait être trouvée.

### **I.3.2 La stabilisation du mark**

Face à cette situation, le gouvernement de Cuno fut renversé et remplacé par une coalition menée par Stresemann. Des mesures pour tenter de rétablir l'économie allemande furent prises à partir d'octobre 1923. Cet ensemble de réformes permit de stabiliser les prix en Allemagne et de réduire de manière draconienne le déficit de l'État. Le retour à l'or devint donc possible à partir d'août 1924.

Pour Eichengreen (1992), si les mesures prises à l'automne 1923 purent être fructueuses, contrairement aux précédentes, ce fut car elles résultaient d'un consensus à la fois interne et externe. D'un point de vue national, la grave détérioration de la situation économique allemande permit de faire émerger un compromis assurant le financement des réparations et la répartition de la charge fiscale. Les grands groupes industriels mirent fin à leur politique de refus de toutes réparations et acceptèrent d'en supporter une partie. Les livraisons de charbons purent alors reprendre. Des réformes visant à réduire les dépenses du gouvernement furent aussi engagées. Le nombre de fonctionnaires fut réduit de 25 % et leur salaire de 30 % par exemple. La volonté de compromis des différents intérêts nationaux permit ainsi de sortir de l'impasse budgétaire dans laquelle se trouvait le pays. Un consensus émergea également au niveau international. Face à la reprise des transferts de charbon et à la vue de la situation catastrophique de l'Allemagne, les Alliés mirent en place un nouveau plan pour régler le problème des réparations. Son but était d'étudier les moyens d'équilibrer le budget de l'Allemagne, de stabiliser sa monnaie et de fixer un nouveau montant annuel pour le versement des réparations. Les Alliés suspendirent de novembre 1923, jusqu'à la signature du plan le 24 juillet 1924, les versements allemands. Le plan Dawes était lancé.

Ces consensus permirent alors de réduire le déficit budgétaire allemand. Mais pour que cette stabilisation budgétaire soit durable, la maîtrise de l'inflation était nécessaire. Une nouvelle unité monétaire fut donc introduite en octobre 1923, le rentenmark. Les réserves de la Rentenbank (ancienne Reichsbank) furent réévaluées pour prendre en compte la hausse du prix interne de l'or et l'on procéda à l'échange de billets entre marks et rentenmarks, à hauteur de mille milliards pour un. La valeur des réserves approcha ainsi 95 % des encaisses monétaires. La Rentenbank était limitée dans ses possibilités de prêts au gouvernement et son crédit total ne devait pas excéder 2 400 millions de rentenmarks. Celui pour le gouvernement ne devait pas en excéder la moitié. Puis le gouvernement stabilisa le taux de change en intervenant sur les marchés. Comme les prix internes étaient directement indexés sur l'évolution du taux de change, ils furent ainsi stabilisés. La baisse de l'inflation grâce à la stabilisation du mark, provoqua une forte hausse des recettes de l'État. La valeur réelle des revenus du Reich fut multipliée par cinq entre novembre et décembre 1923, et à nouveau par cinq entre décembre et janvier. À partir de janvier 1924, le budget présenta un surplus. Les craintes de déficits et de leurs monétisations s'estompèrent alors, la stabilisation du mark était réussie. Ainsi l'économie allemande semblait être suffisamment stable pour permettre un rattachement à l'or. Le 24 août, le rentenmark fut abandonné au profit du reichsmark. Cette nouvelle monnaie était définie par la même parité-or que l'ancien mark. L'effondrement monétaire avait donc permis une déflation radicale en Allemagne. La masse monétaire en valeur réelle fut considérablement réduite et le niveau des prix fortement abaissé. Avec une base 100 en 1913, l'indice des prix à la consommation s'établit à 128 en 1924, alors qu'il était à la même période de 168 aux États-Unis et de 176 au Royaume-Uni. La stabilité de la nouvelle monnaie était cependant dépendante des encaisses monétaires de la banque centrale allemande. Pour en assurer la pérennité, un prêt de 800 millions de marks-or en devises étrangères fut consenti à cette institution à l'été 1924 dans le cadre du plan Dawes. Les États-Unis endossèrent 50 % de ce prêt, le Royaume-Uni 25 % et la France, la Belgique, les Pays-Bas, l'Italie, la Suède et la Suisse, le reliquat. Ce prêt permit également de détendre les conditions d'accès au crédit en Allemagne. En effet, jusqu'au printemps 1924, une certaine incertitude pesait encore sur la viabilité de la stabilisation allemande. Des prêts à 30 jours étaient émis avec des taux d'intérêt annuels de 44 %, décourageant l'investis-

sement et aggravant la récession. Mais trois mois après l'émission de l'emprunt Dawes, ces taux baissèrent de 11 %. Même si au regard des standards internationaux ils demeureraient élevés, cela détendit la situation et rassura quant à la réussite de la stabilisation allemande. L'investissement repartit, l'activité économique s'améliora et la stabilisation monétaire tenue. Le plan Dawes, finalisé en août 1924, en plus du prêt évoqué, comportait un ensemble de mesures dont le but était d'assurer la consolidation économique de l'Allemagne. Le montant des réparations fut ajusté à la capacité de paiement du pays. Il prévoyait le versement d'annuités régulièrement croissantes, de 1 milliard de marks-or en 1924-1925, à 2,5 milliards en 1928-1929. Le premier versement représentait alors 1 % du PIB allemand. L'objectif était d'éviter toute rechute inflationniste. Ces transferts étaient cependant gagés sur des ressources fiscales propres et concédaient aux représentants alliés un certain droit de regard sur les finances allemandes.

Les dettes héritées de la Première Guerre mondiale et le problème de leur financement conduisirent donc l'Allemagne dans l'inflation puis l'hyperinflation. Le retour d'une convertibilité-or du mark ne fut possible qu'une fois cet endettement financé de manière pérenne. L'hyperinflation avait cependant permis de liquider une grande part de la dette domestique allemande. La dette extérieure, libellée en marks-or n'avait pas été affectée par la hausse des prix. Elle avait cependant été réduite dans le cadre des négociations des différents plans de versement des réparations. Ainsi pour l'Allemagne, le fort endettement public hérité de la guerre, qu'il soit domestique ou extérieur, détermina la crédibilité de sa monnaie et donc sa capacité à rétablir l'étalon-or. D'autres nations connurent une trajectoire similaire à celle allemande dans leur processus de stabilisation monétaire. L'Autriche, la Hongrie et la Pologne connurent également l'hyperinflation dans la première moitié des années vingt. Là aussi, l'importance de la dette publique et le problème de son financement furent les éléments déterminants dans leurs parcours.

## **I.4 L'expérience française**

La situation française illustre la troisième trajectoire empruntée par les pays pour stabiliser leurs monnaies après la guerre. Le problème de la dette et de son financement influença fortement ce processus. Les crises budgétaires, d'endettement, monétaires et politiques, furent étroitement liées au cours des années vingt pour ces nations. Elles

réussirent cependant à les surmonter et évitèrent ainsi de basculer dans l'hyperinflation. Elles rétablirent alors la convertibilité-or de leurs monnaies en général dans la seconde moitié de cette décennie, mais à des niveaux dépréciés par rapport à ceux d'avant-guerre. À un cinquième de sa valeur de 1913 dans le cas de la France. L'inflation que ces pays connurent leur permit néanmoins de liquider une partie de leur endettement domestique.

#### I.4.1 De la fin de la guerre à la stabilisation *de facto* du franc, tentative de maîtrise de l'endettement

**I.4.1.1 La persistance des déficits** À l'issue de la guerre, les besoins financiers de l'État français demeurèrent très élevés. Aux dépenses militaires, se substituèrent celles de la reconstruction et de l'indemnisation des populations. Les pensionnés de guerre étaient alors environ 2,4 millions et les dépenses qui leur furent consacrées représentèrent en moyenne 2 % du revenu national annuel pendant tout l'entre-deux-guerres. Une charte des sinistrés fut adoptée en 1919. Elle prévoyait l'indemnisation intégrale de tous les biens mobiliers et immobiliers. Ces dédommagements s'élevèrent en valeur réelle à environ un dixième de la fortune nationale de 1913. À ces nouvelles charges s'ajoutèrent celles du service de la dette contractée pendant la guerre. La part du budget consacrée à ce poste fut également très importante. Ainsi en 1929 et bien qu'à cette date le poids de la dette avait déjà fortement diminué, sur 100 francs d'impôts, 41 étaient consacrés au service de la dette et 16 au paiement des pensions de guerre. Le poids de l'État dans l'activité resta donc élevé, atteignant un maximum de 35,8 % en 1922, puis diminuant, mais sans retrouver son niveau d'avant-guerre. Il représentait toujours 18,8 % du PIB en 1929, soit bien après la phase de reconstruction, et même 26,5 % en 1938, à comparer à une moyenne de 11-12 % au cours de la décennie 1900-1910 (données d'Asselain, 1995).

Si comme nous l'avons vu, l'État compta essentiellement en temps de guerre sur l'emprunt et en particulier celui à court terme, pour financer le conflit, une fois la paix rétablie, des ressources plus permanentes devaient être trouvées pour équilibrer un budget toujours important. Ainsi en juin 1920, les besoins pressants de trésorerie conduisirent le parlement à voter de nouvelles ressources. Ces réformes firent alors passer l'effort fiscal de 9,9 % du PIB en 1919, à respectivement 10,8 et 16,2 % en 1920 et 1921, à comparer à un taux de 8,5 % en 1913. Ces lois modifièrent également le système de contribution, l'articulant autour

de l'impôt sur le revenu et la taxe sur le chiffre d'affaires. Cet effort fiscal, conjugué à une réduction des dépenses, fit alors reculer le déficit budgétaire de 32,5 % du PIB en 1919, à 13 % en 1922, et 6,6 % en 1923.

	1919	1920	1921	1922	1923	1924	1925	1926
Déficits (en milliards de francs courants)	34.1	27.2	15.6	20.9	12.6	10.4	6.3	-6.9
Déficits/Pib (en pourcentage)	32.48	17.06	12.13	13.07	6.64	4.3	2.37	-2.09

Tableau 3.1 – Les déficits publics (y compris charges d'intérêt) de 1919 à 1926.

Mais malgré ces efforts, les déficits se maintinrent. Cependant aucune autre hausse de la fiscalité ne fut votée jusqu'en 1924. L'attente des réparations allemandes ne poussait pas en effet les différents gouvernements à se lancer dans une véritable politique de déflation. L'importance du déficit était d'ailleurs utilisée comme moyen de pression sur l'Allemagne et les Alliés pour justifier et forcer les transferts allemands. Dans cette optique, deux budgets distincts furent présentés jusqu'en 1924. L'un dit ordinaire, toujours conçu à l'équilibre et en finissant assez proche. Et un autre dit extraordinaire, reprenant les dépenses militaires et de reconstruction et dont les ressources étaient constituées des réparations à venir et donc financée par emprunt. Ainsi pour le budget de l'année 1923 par exemple, Charles de Lasteyrie, alors ministre des Finances, s'opposa à tout relèvement des taxes ou nouvel emprunt, comptant sur le proche versement de réparations par l'Allemagne. Celles-ci se trouvant finalement inférieures aux attentes, il dut se résoudre à proposer une augmentation de 20 % des taxes déjà existantes. Mais le parlement ne s'accorda pas sur cette hausse et le budget ne put être présenté à l'équilibre, que par l'artifice d'une réévaluation des recettes à venir.

Mais la faiblesse des versements allemands, puis l'échec de l'invasion de la Ruhr en 1923, finirent par dissiper les illusions sur l'apurement de la dette française par les transferts allemands. Au même moment, les valeurs internes et externes du franc chutaient fortement. La monétisation des déficits, par le recours aux avances directes et indirectes de la Banque, nourrissait alors une inflation grandissante, précipitant la dévalorisation de la monnaie sur le marché des changes. En conséquence, les capitaux quittaient le pays



pour se protéger de l'avilissement de la monnaie, faisant plonger toujours plus son cours. Le chaos s'installait en France. Le calme ne commença à revenir qu'avec le plan Dawes. Cet accord, en plus des revenus supplémentaires qu'il procurait au pays, permit de clarifier la situation budgétaire. L'incitation à maintenir des déficits pour ainsi renforcer la position nationale dans les négociations avec l'Allemagne ne tenait plus. La recherche d'un consensus interne n'avait plus d'intérêt à être repoussée.

Ainsi en février 1924, Poincaré alors au pouvoir, réussit à trouver un accord et fit voter le double décime, majoration de 20 % de presque tous les impôts. Il fit également supprimer la présentation des deux budgets et les fonda dans un unique ordinaire. Grâce à cette remise en ordre budgétaire, le gouvernement put emprunter 100 millions de dollars à la banque J.P. Morgan & Co. à New York et 20 millions à Lazards Frères à Londres. Il utilisa ces fonds pour intervenir sur le marché des changes, ce qui permit une appréciation du franc de l'ordre de 40 %. L'inflation ralentit également grâce à ces mesures. L'augmentation des revenus de l'État grâce aux nouvelles taxes et au meilleur rendement de celles déjà existantes dû à la baisse de l'inflation, réduisit le déficit public de 45 % entre 1924 et 1925.

Cependant, bien que ces mesures rapprochèrent le budget de l'équilibre, leur impopularité entraîna la victoire du Cartel des gauches emmené par Herriot aux élections d'avril 1924. Cette nouvelle coalition au pouvoir considérait que ces taxes augmentaient plus la charge fiscale reposant sur la gauche. En alourdissant les taxes indirectes, c'était essentiellement les moins bien lotis qui avaient supporté le plus la hausse fiscale. Le Cartel des gauches souhaitait donc transférer le poids de cet ajustement. Dans cette optique, une taxe de 10 % sur la richesse fut proposée à partir d'avril 1925. Mais le gouvernement n'obtint jamais la majorité nécessaire au parlement pour l'imposer. D'autres suggestions furent émises, comme une hausse de l'impôt sur le revenu par Clementel, ou un emprunt obligatoire par de Monzie. Aucune d'elles n'aboutit faute de majorité suffisante. Ces échecs provoquèrent la chute des gouvernements en place. Onze se succédèrent entre 1924 et 1926 et pour la seule période d'octobre 1925 à juillet 1926, il y eut en moyenne un ministre des Finances tous les trente-sept jours. Cette instabilité ministérielle, conséquence de celles budgétaires et monétaires, aggravait la chute du franc, accélérant alors l'inflation qui menaçait de dégénérer en hyperinflation. Cette hausse des prix dégradait alors le

rendement de l'impôt, amplifiant les déficits budgétaires. Un cercle vicieux était en place.

**I.4.1.2 Le financement de la dette : nouveaux emprunts et renouvellements à échéance** La persistance de déficits après-guerre et ce, jusqu'en 1926, obligea donc les différents gouvernements qui se succédèrent à recourir à l'emprunt, à court terme, long terme et aux avances. Une double problématique émergea alors au cours de cette période : financer de nouvelles dettes et renouveler celles arrivant à échéance.

**I.4.1.2.1 De nouvelles dettes** Ainsi en 1919 et 1920, l'État combla son déficit au moyen d'un endettement à court terme et grâce aux avances de la Banque de France. Ce choix s'expliquait alors par l'espoir de recevoir très rapidement des versements allemands, les négociations sur les réparations étant en cours (traité de Versailles en 1919 et Commission sur les Réparations en avril 1921). D'importants volumes de bons de la Défense furent donc émis au cours de ces deux années et leur montant en circulation passa de 25 à 50 milliards de francs. Si par la suite des emprunts à long terme furent lancés, ils n'entraînèrent pas de réduction apparente de cette circulation et en 1922, la dette flottante s'élevait toujours à 60 milliards de francs. Le plafond des avances fut lui relevé à deux reprises, passant de 3 à 27 milliards en avril 1919. La limite de la circulation fiduciaire dut aussi être remontée, d'abord pour faire face à la hausse des avances, puis pour répondre à l'accroissement de la demande de monnaie. Elle finit par atteindre 41 milliards de francs (Blancheton, [2012]).

Au cours de ces années, le franc chuta sévèrement face à la livre et au dollar. En effet, depuis la fin des hostilités, il évoluait librement sur le marché des changes, n'étant alors plus soutenu par les devises provenant des avances des Alliés, celles-ci ayant pris fin en 1919. L'émission de titres courts et le recours aux avances de la Banque étaient alors perçus comme une des causes de cet effondrement. Pour éviter de trop compromettre les chances d'un retour à l'ancien ordre monétaire, le Trésor émit des emprunts à long terme en 1920. S'ils soulagèrent sans conteste les finances publiques, ils révélèrent cependant à chaque fois au grand jour, l'ampleur des difficultés de trésorerie du pays. Le premier emprunt de consolidation fut lancé au cours du premier trimestre 1920. Il rapporta au total un peu moins de 16 milliards de francs, dont un peu plus de 7 milliards en numéraire, le reste étant en quasi-totalité (à hauteur de 8,2 milliards) souscrit sous forme de bons de la Défense

nationale. Mais très vite, le lancement d'un nouvel emprunt devint impératif. La loi du 2 août 1920 autorisa alors le ministère des Finances à émettre des rentes perpétuelles à 6 %. La période de souscription s'étendit d'octobre à novembre. Or les difficultés du Trésor étaient alors tellement aiguës, que des souscriptions anticipées furent lancées dès le mois d'août et une avance de 1,2 milliard à valoir sur les futures souscriptions obtenues auprès des grands établissements financiers. Sur les 28 milliards de francs que le Trésor obtint, 11,3 le furent en numéraire et le reste en bons et surtout en titres des précédents emprunts à long terme de 1915, 1916, 1917, 1918 et même de celui de 1920. Jusqu'en 1925, aucun autre emprunt à long terme ne fut émis par le Trésor. En 1921 il créa une nouvelle catégorie de titres, les bons du Trésor à deux ans, productifs d'un intérêt de 6 %. Il en émit 5,66 milliards de francs dès le printemps (Blancheton, [2001]).

À l'ensemble de ces dettes à court, moyen et long terme du Trésor, s'ajoutèrent celles contractées par le Crédit National. Cette institution fut créée en 1919 dans le but d'assurer au nom de l'État, le paiement d'une partie des dommages de guerre et d'accorder des crédits à long terme au commerce et à l'industrie. Cette société anonyme récoltait des fonds sur le marché sur sa propre signature. Ainsi l'État évitait de compromettre son crédit par des émissions trop fréquentes. Le Crédit National bénéficiait cependant d'une garantie pleine et entière de l'État. Jusqu'en 1924, il émit alors huit grands emprunts.

À partir de décembre 1920, toujours dans l'idée d'un retour au franc de 1913, l'État s'était engagé auprès de la Banque de France par la convention François-Marsal, à ne plus recourir à ses avances et à rembourser celles déjà consenties. Cette dette devait être amortie au rythme de deux milliards de francs chaque année. Mais la convention ne fut respectée qu'en 1921. Et en 1923, incapable pour la seconde fois de s'y tenir, l'État la dénonça en votant une loi exceptionnelle. La révélation du non-respect de cet engagement accentua alors la méfiance envers le franc, méfiance déjà attisée par une inflation persistante et la fin des illusions sur les réparations.

**I.4.1.2.2 Problème de renouvellement à l'échéance** Ainsi, malgré la volonté d'allonger les échéances de son endettement, l'État eut au cours de cette période une importante dette à court terme. Les gouvernements en place étaient donc en permanence exposés au risque d'un non-renouvellement des bons arrivant à échéance. Deux principaux facteurs jouèrent alors sur le renouvellement de ces titres, la conjoncture économique et la

confiance dans les politiques économiques menées. Le premier de ce facteur était le plus mécanique. Le rendement et la liquidité des bons de la Défense leur conféraient un statut particulier comme placement à court terme. Tout accroissement des besoins en moyens de paiements avait ainsi des répercussions immédiates sur la situation de la Trésorerie. L'autre facteur, et certainement le plus déterminant, était la confiance que les agents avaient dans les politiques menées, c'est-à-dire dans la crédibilité de l'engagement du gouvernement à rétablir la parité d'avant-guerre du franc. Pour le public, les principaux indicateurs de cette crédibilité étaient le taux de change, notamment avec la livre, et le volume de la circulation fiduciaire. La Banque de France publiait ce dernier chiffre de façon hebdomadaire et lorsqu'il se rapprochait trop de son plafond, la défiance grandissait.

Ainsi jusqu'au printemps 1922, l'espoir de proches versements allemands favorisa la confiance dans les titres d'État. De plus, le ralentissement économique libérait des « disponibilités monétaires » et soutenait donc la demande de titres publics. Leur rémunération fut même réduite en mars 1922 par le ministère des Finances, passant de 4,5 à 4 % pour les bons à 6 mois et de 5 à 4,5 % pour ceux à 12 mois. Mais dès avril-mai de cette même année, la situation s'inversa. La reprise de l'activité accrut les besoins en numéraire des entreprises, banques et particuliers. Puis la faiblesse des versements allemands et l'échec de la Ruhr, laissèrent apparaître l'ampleur des déficits à financer. Enfin, le non-remboursement des avances, la hausse de la circulation fiduciaire et la chute du cours du franc affaiblirent la crédibilité des politiques menées. En conséquence, les souscriptions de bons se ralentirent. Ainsi, à partir de cette année et ce, jusqu'en juillet 1926, le Trésor sombra dans les difficultés, à la recherche éperdue de fonds, n'arrivant plus à renouveler ses bons. Il releva même leur rendement en mars 1923, mais sans flagrant succès.

Pour faire face à ce manque de liquidité, le Trésor ne pouvait plus recourir aux avances de la Banque de France, leur plafond étant déjà atteint. Une hausse des taux d'intérêt pour faciliter le placement des titres d'État n'était pas non plus possible, les charges d'intérêt étant déjà très élevées. Il se tourna alors essentiellement vers des avances des établissements de crédit. Il les remboursait ensuite avec le produit des futures émissions de bons. Le Trésor recourut à ce type de stratagème d'abord ponctuellement, septembre 1922, mars 1923, puis de façon plus permanente jusqu'en avril 1925. Il sollicita également des avances indirectes de la Banque de France, celle-ci acceptant d'escompter d'importants

volumes de bons. Mais ces formes de financement « occultes » tendaient à faire augmenter la circulation fiduciaire, la rapprochant de son plafond, attisant alors la défiance envers la monnaie. Toutes sortes d'expédients furent donc utilisées pour la limiter, de l'intensification des virements et des paiements par chèques, à la réduction draconienne des encaisses des services publics. La Banque de France alla même jusqu'à falsifier ses bilans hebdomadaires pour masquer les dépassements du plafond. Cela périodiquement, puis de façon continue, jusqu'à la révélation de cette fraude en avril 1925 (Blancheton, [2012]).

Avec l'arrivée du Cartel des gauches au pouvoir, la méfiance des capitaux s'accrut, notamment à cause de l'idée d'une taxation du capital, accélérant alors le non-renouvellement des bons. Et cela malgré les appels incessants à la confiance de Herriot. La révélation du scandale des faux bilans accentua encore la défiance envers les titres d'État. Les agents anticipèrent alors l'amplification du processus de monétisation des titres de la dette et refusèrent de plus en plus de détenir des avoirs libellés en francs. La dépréciation de la monnaie sur le marché des changes s'accéléra et les bons ne furent plus renouvelés. Les demandes de remboursement atteignirent 6,83 milliards de francs en avril 1925, alors que les nouvelles émissions ne furent que de 5,16 milliards, soit un déficit de 1,73 milliard. Pour éviter la cessation de paiement, le Cartel dut voter une loi élevant le plafond des avances et de la circulation de quatre milliards de francs. Ce retour des avances fut alors le début d'une période de dépréciation auto-entretenu de la monnaie nationale. Et dès la fin juin, avec l'arrivée à l'échéance de bons du Crédit National de 1922 et de bons du Trésor de la même année, le Trésor se trouva à nouveau dans l'impasse. Le 25 juin, une nouvelle hausse du plafond des avances de six milliards et un emprunt de consolidation furent approuvés. L'emprunt prit la forme d'une émission de rentes perpétuelles à 4 % avec garantie de change et ne fut ouvert qu'aux porteurs de bons. L'objectif n'était pas de financer une dette supplémentaire, mais de consolider la dette flottante. Cette tentative ne fut cependant pas vraiment un succès. Le montant des bons de la Défense nationale en circulation passa seulement entre le début et la fin octobre, de 51,6 à 46,6 milliards de francs. La dette flottante ne fut donc que faiblement réduite et continua de constituer une menace pour le Trésor. Sur la même période, entre juin et octobre 1925, une action défensive pour soutenir le franc sur le marché des changes fut menée. Combinée avec l'emprunt, elle permit une légère stabilisation du cours de la monnaie. Mais dès le

début octobre, le franc chuta à nouveau fortement. Cette baisse coïncida avec l'échec des négociations franco-américaines sur le paiement des dettes de guerre. Caillaux démissionna et l'instabilité ministérielle reprit jusqu'en avril 1926. Cette confusion politique, causée en partie par la chute du franc, amplifia alors ce phénomène. La crédibilité de la politique monétaire française était minée, anéantie. À la fin de l'année 1925, toujours à la suite du non-renouvellement des bons arrivant à échéance, le plafond des avances fut relevé à deux reprises. La loi du 23 novembre le passa à 33,5 milliards de francs, puis celle du 4 décembre à 39,5 milliards. La circulation augmenta elle aussi à 58,5 milliards. De nombreux projets furent présentés pour stopper la chute de la monnaie et favoriser le retour à l'équilibre, mais aucun ne fut accepté. Le gouvernement créa même une contribution volontaire pour le redressement du franc et l'amortissement de la dette, sans résultat significatif. À la fin du mois d'avril 1926, le vote d'un budget en équilibre et la signature d'accords avec les États-Unis sur les dettes interalliées n'eurent aucun effet sur le cours de la monnaie. Une intervention directe sur les marchés des changes fut engagée avec le reliquat du fond Morgan, mais elle non plus ne parvint pas à enrayer la baisse de la monnaie. Ainsi, alors que le déficit budgétaire était pratiquement maîtrisé, le financement de la dette demeurait toujours compliqué.

**I.4.1.3 La soutenabilité de la dette** L'ensemble de ces émissions de titres eut pour effet d'accroître de manière substantielle la dette publique française. Elle passa de 178 milliards de francs à la fin de l'année 1919, à 290 milliards fin 1926. Mais la soutenabilité de la dette publique doit cependant s'apprécier à travers l'évolution du rapport de cet endettement au produit intérieur brut. Un rapport croissant signifie qu'à terme, le service de la dette supprime toute marge de manœuvre en matière de dépenses et menace la solvabilité même de l'État.

Nous constatons alors que ce ratio, croissant jusqu'en 1921, entama une diminution à partir de 1922. Ainsi, bien que la dette nominale augmenta avec l'accumulation de déficits budgétaires, la soutenabilité de l'endettement public s'améliora. À la fin de l'année 1926, le ratio d'endettement se rapprochait même de son niveau d'avant-guerre. Pour expliquer cette situation, il faut alors prendre en compte la double dynamique des prix et de l'activité dans cette évolution. L'encart ci-dessous permet de comprendre la contribution des quatre facteurs déterminants dans l'évolution de la soutenabilité de la dette publique. À savoir, le

besoin ou excès de financement de l'État les charges d'intérêt de la dette passée, l'inflation et la croissance de l'activité.

**I.4.1.3.1 Décomposition de la dynamique de la dette** La variation du ratio d'endettement peut être décomposée pour faire apparaître l'impact de différents facteurs sur son évolution. Nous retiendrons ici quatre éléments, l'effet du besoin de financement hors intérêts (ou solde budgétaire primaire), des charges d'intérêts, de la croissance en volume et de l'inflation.

Comptablement il y a une relation entre l'encours de la dette de l'année  $t - 1$  et celui de l'année  $t$  :

$$B_t = D_t + (1 + i_t)B_{t-1}$$

Avec  $B_t$  la dette publique,  $D_t$  le déficit (besoin de financement) net des charges d'intérêt et  $i_t$  le taux d'intérêt apparent moyen sur la dette passée. En divisant par le Pib nominal  $Y_t$ , on obtient :

$$\frac{B_t}{Y_t} = \frac{D_t}{Y_t} + \frac{1 + i_t}{1 + n_t} \frac{B_{t-1}}{Y_{t-1}}$$

Avec  $n_t$  le taux de croissance du Pib en valeur.

Il est donc possible de décomposer les différents effets sur la variation du ratio dette/pib.

$$\frac{B_t}{Y_t} - \frac{B_{t-1}}{Y_{t-1}} = \frac{D_t}{Y_t} + i_t \frac{B_{t-1}}{Y_{t-1}} - g_t \frac{B_{t-1}}{Y_{t-1}} - p_t \frac{B_{t-1}}{Y_{t-1}}$$

avec  $g_t$  le taux de croissance du Pib en volume et  $p_t$  le taux d'inflation. En divisant la dernière équation par  $Y_t$ , on obtient ces variations en pourcentage. Soit, variation du ratio dette/Pib = effet du besoin de financement hors intérêt + charges d'intérêt – effet de la croissance en volume – effet de l'inflation. Numériquement cette décomposition donne les résultats suivants :

Nous voyons qu'à partir de 1923, le besoin de financement (hors charges d'intérêts), ou solde budgétaire primaire, devint excédentaire. Cependant, l'importance des charges d'intérêts maintint le budget en déficit, poussant le ratio à la hausse. Mais l'inflation et la croissance exercèrent sur toute la période un fort effet inverse, améliorant finalement la soutenabilité de la dette.

La croissance fut en effet très forte sur cette période. Ses moteurs furent dans un premier temps liés au succès de la reconstruction. À la fin de l'année 1924, 80 % des

	1919	1920	1921	1922	1923	1924	1925	1926
Dettes ( $B_t$ )	177.87	197.49	230.73	250.08	270.71	282.07	292.91	290.35
Pib ( $Y_t$ )	104.99	159.45	128.57	159.91	189.83	241.82	265.80	330.62
Dettes/Pib (en pourcentage)	169	124	179	156	143	117	110	88
Déficit hors charges d'intérêt ( $D_t$ )	27.1	16.9	3.9	10.3	-0.3	-3.3	-6.7	-22.6
Charges d'intérêt	7	10.3	11.7	10.6	12.9	13.7	13	15.7
Variation annuelle dette/Pib (en %)		-26.9	44.9	-12.8	-8.8	-18.2	-5.5	-20.3
Besoin de financement hors intérêt		6.26	2.45	3.59	-0.1	-0.9	-2.16	-6.21
Charges d'intérêt		5.79	5.92	4.59	5.16	5.06	4.61	5.36
Croissance en volume		-7.58	4.41	-20.28	-5.8	-12	-1.36	-4
Inflation		-31.36	32.11	-0.76	-8.07	-10.33	-6.62	-15.47

Tableau 3.2 – Dynamique de la dette entre 1919 et 1926  
(en milliards de francs courants).

capacités de production et des immeubles détruits étaient reconstruits. De plus, l'inflation qui sévissait favorisait l'activité. Ainsi dès 1924, la production industrielle française avait retrouvé son niveau d'avant-guerre. Et après cette phase intense de reconstruction, la croissance fut tirée par le secteur des exportations, stimulée par la dépréciation continue du franc.

Mais bien que la croissance eut un rôle important dans la réduction du ratio d'endettement, le facteur qui y contribua le plus fut l'inflation. Le taux de croissance annuel moyen des prix à la consommation dépassa 12 % entre 1918 et 1926. Et si les années 1919-1921 furent marquées par de violentes fluctuations à la hausse puis à la baisse, entre 1922 et 1926, les prix doublèrent. Selon Eichengreen (1992), la crise du franc connut deux phases au cours de cette période. La première, jusqu'en 1924, était due au financement de l'important déficit budgétaire. Les gouvernements étaient alors obligés d'avoir recours



aux avances directes et indirectes de la Banque de France. La création monétaire qui en résultait stimulait l'inflation et faisait alors chuter les changes. La baisse des prix dégradait ensuite le rendement de l'impôt et accentuait les déficits budgétaires. Les hausses d'impôts votées par Poincaré en 1924 mirent alors fin à cette première crise en rapprochant le budget de l'équilibre. La seconde phase de la crise du franc eut lieu entre 1925 et 1926. Au cours de cette période, le budget était presque à l'équilibre, mais la lutte sur la répartition de la nouvelle charge fiscale entraînait la fuite des capitaux hors du pays, faisant chuter de nouveau le change, favorisant le retour de l'inflation. Cette défiance envers les titres libellés en francs posait alors problème lors du renouvellement des bons arrivant à échéance. Les gouvernements, dans l'incapacité de financer la dette arrivant à terme, se tournèrent donc à nouveau vers les avances directes et indirectes de la Banque de France, c'est-à-dire vers la monétisation de la dette publique, accentuant ainsi inflation et sorties de capitaux. Cette seconde crise du franc prit fin avec la nomination de Poincaré et le retour de la confiance qu'il symbolisa. Pour Sargent (1982), ce fut le changement de régime monétaire qu'il incarna qui fut à l'origine de cette stabilisation. Eichengreen (1992) souligne lui aussi l'impact psychologique de l'arrivée au pouvoir de Poincaré dans le processus de stabilisation interne et externe du franc. Mais Asselain (1984) et Sauvy (1972) nous rappellent que le plus gros de l'effort fiscal avait déjà été accompli avant son arrivée.

Ainsi, bien que la dette augmenta fortement entre la fin de la guerre et le retour de Poincaré au pouvoir en 1926, sa soutenabilité s'améliora grâce à la croissance et surtout à l'inflation. Il faut cependant noter que si le ratio d'endettement diminua, le financement de la dette n'en fut pas pour autant facilité. En effet comme nous venons de le voir, entre 1925 et 1926, la dette n'augmenta presque pas en volume, voire décru et sa soutenabilité s'était déjà améliorée, mais son financement à travers le renouvellement des bons resta très difficile.

#### **I.4.2 Du franc stabilisé à la grande dépression, « une véritable image » de la prospérité**

**I.4.2.1 Un budget de nouveau en excédent** Le 22 juillet 1926, Poincaré fut rappelé au pouvoir à la tête d'un gouvernement d'union nationale et le Parlement lui accorda la possibilité de légiférer par décrets. Dès le 3 août, un ensemble de mesures

fiscales fut adopté par décrets-lois. Si certaines corresponaient à des allègements fiscaux, comme la réduction de 60 à 30 % du taux général de l'impôt sur le revenu, la plupart entraînaient un alourdissement de la fiscalité moyenne. Le taux de pression fiscale passa alors selon l'évaluation de Villa (1993), de 12,6 % du PIB en 1925, à 14,6 % en 1926. L'État réduisit également ses dépenses. Avec les hausses d'impôts, mais surtout avec la fin de l'inflation, les recouvrements budgétaires devinrent plus importants et augmentèrent de 73 % entre les mois d'octobre 1925 et 1926. Le budget devint alors excédentaire dès cette année-là et le resta jusqu'au déclenchement de la grande dépression en France.

	1925	1926	1927	1928	1929	1930	1931
Déficits (en milliards de francs courants)	6.3	-6.9	-7	0.6	-7.7	-6.5	3.49
Déficits/Pib (en pourcentage)	2.37	-2.09	-2.04	0.17	-1.92	-1.66	0.95

Tableau 3.3 – Les déficits publics (y compris charges d'intérêt) de 1925 à 1931.

L'arrivée de Poincaré et les mesures qu'il prit, entraînèrent aussi une rapide amélioration de la situation monétaire. En décembre 1926, la chute externe et interne de la valeur de la monnaie était stoppée. Les capitaux évadés rentrèrent en France et trouvèrent de nouveau à s'investir dans les titres publics. Le franc fut stabilisé *de facto* à 124 francs et la banque centrale intervint même sur le marché des changes pour limiter son appréciation. Pour cela, elle achetait des devises avec des francs qu'elle émettait, un décret-loi du 7 août avait supprimé la notion de plafond de la circulation fiduciaire et l'autorisait à acheter ou vendre des devises. Avec cette nouvelle liberté, le volume des billets en circulation progressa et atteignit près de 59 milliards de francs.

Puis le 25 juin 1928 le franc fut stabilisé *de jure* au cours de 125,21 francs la livre, ou 65,5 mg d'or à 900 millièmes pour un franc, soit environ un cinquième de sa valeur-or de 1913. Cette valeur fut décidée après une âpre bataille entre revalorisateurs et dévaluateurs.

**I.4.2.2 Le financement de la dette** Avec le retour des excédents et la stabilisation de la monnaie, le renouvellement des bons arrivant à échéance devint plus facile. Le Trésor put alors se lancer dans une politique d'allongement des échéances et de réduction de la dette.

**I.4.2.2.1 Financement et allongement de la dette** Nous avons vu que l'inflation précédant le retour de Poincaré prenait sa source dans le non-renouvellement des bons arrivant à échéance, forçant alors les gouvernements à recourir aux avances de la Banque et donc, à monétiser la dette. Poincaré augmenta le taux d'escompte à 7,5 % le 31 juillet. Les rendements des bons du Trésor furent aussi relevés à 3,6 % pour ceux à un mois et à 6 % pour ceux à un an. Cette politique, associée au choc de confiance dû au retour de Poincaré, ramena la confiance et les capitaux s'investirent à nouveau dans les bons. La menace lors des renouvellements d'échéances s'éloigna.

Le 7 août, la Caisse autonome d'amortissement fut créée, sous l'intitulé exact de Caisse autonome de gestion des bons de la Défense nationale, d'exploitation industrielle des Tabacs et d'amortissement de la dette publique. Son but était de décharger le Trésor du risque de liquidité résultant de l'accumulation d'une dette à court terme considérable. Pour cette mission, des ressources propres lui furent affectées, notamment les recettes du monopole d'État des tabacs et allumettes, des droits de succession et de mutation et une certaine proportion de tout excédent budgétaire éventuel.

Dans un premier temps, la politique de la Caisse fut de vouloir résorber la dette flottante grâce à l'émission d'obligations. Pour cela, elle envisageait d'émettre des emprunts par tranches successives, de montants modérés et selon les opportunités qui s'offraient à elle. Cette souplesse d'émission dont disposait la Caisse devait lui permettre d'éviter le même type d'échec que connut le grand emprunt de consolidation lancé par Caillaux en 1925. En effet, lorsque l'État réalisait un emprunt ordinaire, une autorisation législative était nécessaire, rendant alors toute opération envisageable seulement pour d'importants montants. Un premier emprunt obligataire de trois milliards de francs fut lancé en octobre 1926. Il ne pouvait être souscrit que contre remise de bons de la Défense. Cependant, cette première émission fut un échec, les souscriptions étant très insuffisantes. Pour masquer ce revers, la Caisse se tourna vers la Caisse des Dépôts, qui par un jeu d'écriture acquit les titres non souscrits. À la suite de cette déconvenue, elle modifia sa stratégie de consolidation et à partir de décembre poursuivit l'objectif d'allongement des bons de la Défense. Elle supprima certaines catégories de bons, d'abord ceux à échéance à un mois, puis ceux à deux mois, *etc.* Elle abaissa aussi leurs taux d'intérêt et lança des bons à échéance plus longue. À partir de juin 1928, l'échéance la plus courte pour les bons de la Défense était

de deux ans. La stratégie de rallongement des échéances de la Caisse fut alors un succès.

Ainsi, après la stabilisation du franc, L'État réussit de nouveau à financer ses titres et surtout à allonger leur maturité, éloignant le risque d'illiquidité.

**I.4.2.2.2 La réduction de la dette** Mais l'État réussit également sur cette période à réduire l'encours de sa dette. Trois actions se combinèrent pour y parvenir, la politique d'amortissement de la Caisse, le remboursement des avances par le budget et la revalorisation du stock d'or. Les importantes ressources de la Caisse, en partie dues au retour des excédents budgétaires, servirent à amortir une partie de la dette publique.

	1927	1928	1929 -30	1930 -31	1931 -32	1932	1933	1934	1935	1936	1937	1938
Remb.*	3316	4107	6080	4479	5632	7581	2791	2646	3531	3560	3416	4393

Tableau 3.4 – Remboursement de la dette publique par la Caisse d'amortissement(en millions de francs).

Remb.\* : remboursements. D'après les données de A.Sauvy,(1984)

Les excédents du budget furent aussi directement appliqués à réduire la dette publique, notamment en remboursant une partie des avances de la Banque de France. Elles passèrent ainsi de plus de 38 milliards de francs en juillet 1926, à 13,5 moins de deux ans plus tard. Leur reliquat fut ensuite soldé lors de la stabilisation *de jure* du franc, par le produit de la revalorisation du stock d'or de l'institut d'émission.

**I.4.2.3 La soutenabilité de la dette** Le financement de la dette fut assuré et sécurisé au cours de cette période. La soutenabilité de la dette publique s'améliora elle aussi, bien qu'elle avait presque déjà retrouvé son niveau d'avant-guerre avant le retour de Poincaré grâce à l'inflation et à la croissance. Entre 1926 et 1930, la croissance de l'activité demeura un facteur puissant d'amélioration du ratio d'endettement, excepté en 1927, lorsqu'une violente récession toucha la France, mais fut suivie d'une reprise dès le second semestre. Entre 1924 et 1929, le taux de croissance de la production industrielle fut le plus élevé des pays industriels, avec une moyenne de 5 % par an. En 1929, le pays avait rejoint le niveau d'activité qu'il aurait pu atteindre sans le choc de la Première Guerre

mondiale. La réalisation d'excédents permit aussi de réduire le volume de la dette, celle-ci passant de 290 milliards en 1926, à 281 milliards à l'entrée dans la grande dépression. Après la stabilisation de la monnaie, l'inflation ne joua par contre plus de rôle dans l'amélioration de la soutenabilité de la dette.

	1926	1927	1928	1929	1930	1931
Dette	290.35	298.59	288.66	281.63	282.17	283.99
Pib	330.62	342.52	356.07	400.15	392.20	365.56
Dette/Pib (en pourcentage)	88	87	81	70	72	78
Déficits hors charges d'intérêt	-22.6	-22.2	-13.6	-23.1	-19	-8.51
Charges d'intérêt	15.7	15.2	14.2	15.4	12.5	12
Variation annuelle dette/Pib (en %)	-20.3	-0.01	-7	-13.18	2.22	7.98
Besoin de financement hors intérêt	-6.21	-7.36	-4.39	-7.12	-6.88	-3.24
Charges d'intérêt	5.36	5.21	4.77	5.33	4.43	4.25
Croissance en volume	-4	1.94	-6.11	-8.86	2.6	3.89
Inflation	-15.47	-0.53	-1.27	-2.54	2.07	3.07

Tableau 3.5 – Dynamique de la dette entre 1926 et 1931  
(en milliards de francs courants).

La France réussit ainsi à rétablir l'étalon-or une fois son endettement maîtrisé, mais à une parité-or dépréciée par rapport à celle de 1913. L'inflation qu'elle connut au cours de la phase de stabilisation lui permit cependant de liquider une part de sa dette domestique. D'autres nations empruntèrent une trajectoire similaire à celle française. Ce fut notamment le cas de la Belgique, de la Finlande, de l'Italie et de la Tchécoslovaquie. Ces pays stabilisèrent leurs monnaies à des parités-or comprises entre 10 et 30 % de leurs valeurs d'avant-guerre. D'autres comme la Bulgarie, la Grèce, le Portugal, la Roumanie et la Yougoslavie, le firent à des valeurs inférieures à 10 % de celles de 1913 (Feinstein, Temin et

Toniolo, [2008]). Ces cinq dernières nations enregistrèrent de fortes dépréciations de leurs monnaies, leurs valeurs ne représentant plus que quelques pourcents de celles d'avant-guerre. Elles ne basculèrent tout de même pas dans l'hyperinflation comme l'Allemagne, l'Autriche, la Hongrie ou la Pologne, pour lesquelles ces valeurs ne correspondaient plus qu'à quelques millièmes pour la Hongrie, nation dont l'hyperinflation fut la moins forte des quatre.

## II Les conséquences des différentes trajectoires de stabilisation

La première moitié des années 1920 eut des conséquences durables pour la suite de cette décennie et la suivante. Les différentes expériences nationales que connurent ces pays dans leur processus de stabilisation monétaire, allaient profondément influencer la perception qu'ils eurent des événements qui allaient suivre, la grande dépression, et les réponses différentes qu'ils y apportèrent.

### II.1 L'impact de la crise de 1921

Le boom et la crise du début des années 1920 eurent selon Eichengreen (1992), un important impact sur les décisions prises par les différentes nations et notamment les États-Unis au cours de la grande dépression. En effet comme nous l'avons vu, selon cet auteur, mais aussi Asselain (1995), la récession que connut le monde en 1921 trouvait en grande partie ses origines dans les politiques déflationnistes américaines. La contraction de l'activité et des prix que connut ce pays en 1921 fut à la fois rapide et très limitée dans le temps, et dès 1922 l'activité reprit fermement. La profondeur de cette déflation semblait souhaitée par les décideurs américains, dont les objectifs étaient ainsi d'assurer le niveau des réserves de la banque centrale et de purger l'excès de spéculation. Selon Eichengreen, les dirigeants de la Réserve Fédérale déduisirent de cette expérience que la liquidation de l'économie qu'ils avaient menée, avait été efficace pour rétablir une économie saine, vu la rapidité et la force de la reprise qui s'ensuivit. Les politiques déflationnistes que préconisait l'étalon-or avaient démontré leur efficacité pour stabiliser l'économie. Ils ne virent pas cependant l'impact négatif qu'elles provoquèrent sur les règlements inter-

nationaux, en particulier la nouvelle dépendance mondiale aux crédits américains et les difficultés qu'entraîna leur assèchement. Or, toujours pour cet auteur, si cette crise fut courte et d'une ampleur assez modérée pour le reste du monde, contrairement à celle qui allait suivre, ce fut car la grande majorité des nations n'avaient pas encore stabilisé leur monnaie et fonctionnaient donc dans un régime de change flexible. Dans un système d'étalon-or, la hausse des taux américains aurait dû être suivie par les autres nations, si celles-ci ne voulaient pas voir leur stock d'or fondre, face aux sorties de capitaux qu'un différentiel d'intérêts engendrait. Mais comme la plupart des pays fonctionnaient sous un régime de change flexible, ces sorties de capitaux ne provoquèrent pas d'hémorragie d'or, mais seulement une chute des cours. Ensuite, selon l'intensité, et la possibilité, du désir de retourner aux anciennes parités-or, ces pays tentèrent de limiter plus ou moins la dépréciation de leur monnaie en répliquant la hausse des taux d'intérêts américains. Ainsi l'Allemagne, la France, la Pologne ou l'Autriche par exemple, qui n'avaient pas encore financé leurs dettes, ne purent se permettre de défendre le cours de leur monnaie par une hausse des taux d'intérêt et durent la laisser chuter. Le Royaume-Uni au contraire, dont la dette flottante était déjà apurée et dont le rétablissement de la convertibilité-or de 1913 était maintenant l'objectif, put lui tenter de limiter la chute de la livre. Cependant face au ralentissement économique qu'il connaissait déjà et l'ampleur nouvelle du chômage, il modéra quelque peu sa politique et laissa son cours baisser. Ainsi pour Eichengreen, ce fut cet ajustement externe, qui ne fut alors pas compris à l'époque, qui limita la profondeur de la crise de 1921. Le libre flottement des monnaies permit d'autonomiser les différentes politiques économiques nationales, évitant ainsi de plonger le monde dans une dépression généralisée. Mais une fois que l'étalon-or allait être rétabli par tous, l'isolation d'un pays à la conjoncture mondiale serait beaucoup plus difficile, la dépréciation du change n'étant pas envisageable dans le système d'étalon-or. Ainsi, les politiques menées par les États-Unis au début des années vingt, entretenirent l'idée que les politiques contraintes par l'étalon-or ne pouvaient pas avoir d'effets déstabilisants et qu'au contraire la « purge » des excès spéculatifs était salutaire.

## II.2 L'impact des expériences personnelles de stabilisation monétaire

### II.2.1 Niveau de stabilisation et taux de croissance

Le niveau auquel les nations réussirent à rendre à nouveau convertibles en or leurs monnaies influença le niveau d'activité économique dans les années vingt. En effet, la durée et l'intensité avec laquelle une monnaie se déprécia au cours de sa phase de stabilisation, exercèrent une profonde influence sur le rythme de reprise de l'après-guerre selon Eichengreen (1986). La croissance fut alors plus forte dans les pays qui connurent une inflation modérée et donc une stabilisation à un niveau moindre qu'avant-guerre. Cela fut particulièrement le cas pour la France, la Belgique et l'Italie. Ceux qui au contraire comme le Royaume-Uni, rétablirent les parités de 1913 et menèrent donc des politiques déflationnistes, connurent une reprise plus lente et moins forte. De même, les pays qui vécurent une période d'hyperinflation comme l'Allemagne, l'Autriche, la Hongrie ou la Pologne, ne profitèrent pas des effets positifs de l'inflation sur l'activité qui caractérisa cette période.

L'inflation et la dépréciation du change eurent au cours de cette période de stabilisation un effet positif sur l'activité, car les différents prix s'ajustaient avec retard. L'auteur montre qu'entre 1921 et 1927 dans les pays industriels, les variations à la hausse ou à la baisse des salaires s'opéraient seulement à trois quarts aussi rapidement que celles des prix de gros. Ainsi, l'augmentation des prix entraînait la baisse des salaires réels, stimulant l'offre. Inversement, les pays qui menaient des politiques déflationnistes et voyaient leur niveau général des prix baisser, enregistraient eux une appréciation des salaires réels, les salaires nominaux s'ajustant plus lentement. De plus, pour ceux dont la monnaie se dépréciait sur les marchés des changes, cette baisse était là aussi plus rapide que la hausse des prix de détail, améliorant de ce fait leur compétitivité. Leurs exportations augmentaient alors et la production nationale tendait à se substituer aux importations. La dépréciation externe de la monnaie offrait donc des débouchés à la hausse pour l'offre grâce à sa dépréciation interne. Cependant pour les nations dont l'inflation atteignait des niveaux très élevés, cette relation ne tenait plus. En effet, à partir d'un certain seuil de dépréciation monétaire, salaires et prix s'ajustaient plus rapidement, limitant les baisses du salaire réel. Les effets négatifs de l'inflation, incertitude sur les prix et le change, devenaient dominants et déprimaient l'activité. Ce changement de vitesse d'adaptation



des prix et des salaires, selon le niveau de dépréciation externe de la monnaie, dépendit en partie des anticipations des agents sur la probabilité d'un retour à l'ancien ordre monétaire. En effet, pour les pays qui connurent une inflation relativement modérée et donc une dépréciation des changes inférieure à 90 % de la valeur de 1913, le retour aux anciennes parités fut longtemps toujours anticipé par les populations. Celles-ci étaient donc plus aptes à tolérer des ajustements de prix plus lents, anticipant une inversion du phénomène. Contrairement à celles des pays comme l'Allemagne, où la dépréciation de la monnaie avait fini par atteindre de tels niveaux, qu'aucun retour n'était plus crédible.

Ainsi, les différentes expériences nationales de stabilisation monétaire, déflation et retour aux anciennes parités, inflation et ancrage à un niveau déprécié ou hyperinflation et destruction de l'ordre monétaire, influencèrent profondément l'activité au cours de cette période, stagnation ou récession pour les premiers, forte croissance pour les seconds et croissance suivie d'un effondrement à mesure que la relation s'estompait pour les derniers. Asselain (1995) décrit l'évolution économique de cette époque, en parlant de « conjoncture mondiale disloquée », lorsque déflation, inflation, croissance et récession se côtoyèrent à des rythmes inégaux.

### **II.2.2 Niveau de stabilisation et symbolique de l'étalon-or**

Les conditions politiques et notamment l'instabilité gouvernementale, jouèrent un rôle essentiel dans les dépréciations monétaires des années vingt. Cette instabilité avait en partie pour cause le problème de répartition de la nouvelle charge fiscale héritée de la guerre, Eichengreen (1992). Tant qu'aucun consensus n'était trouvé pour savoir qui allait supporter ce poids, d'importants déficits budgétaires perdurèrent, forçant alors les gouvernements en place à les monétiser, nourrissant l'inflation et finalement, précipitant la chute de la monnaie sur les marchés de change. Ainsi, tout au long du processus de stabilisation monétaire des années vingt, crises d'endettements, budgétaires, monétaires et politiques furent étroitement liées. Nous en avons vu l'illustration à travers les expériences de l'Allemagne et de la France. Un retour à l'or ne fut possible qu'une fois les déficits budgétaires comblés et la dette financée et donc, le conflit de répartition durablement résolu. Cette stabilité monétaire, budgétaire et d'endettement, fut accompagnée de celle politique, les tensions autour de la fiscalité étant apaisées. La période d'inconvertibilité-or

fut donc associée, en particulier pour les pays qui ne purent rétablir les parités-or de 1913, à une époque de grande instabilité généralisée. Au contraire, le rétablissement de l'étalon-or, même à un niveau déprécié, fut considéré comme le symbole de ce nouveau consensus social. L'étalon-or était en effet l'emblème d'une union nationale retrouvée. L'abandonner signifiait prendre le risque de voir à nouveau la nation se déchirer. Mouré (1988) montre dans le cas de la France, comment les déficits, l'inflation et la dépréciation du franc dans sa phase de stabilisation, renforcèrent la croyance française, dans la nécessité d'une stabilité monétaire comme fondement de l'ordre économique et social, « l'altération de la valeur du franc signifiait inflation, avec un risque potentiel d'hyperinflation, de révolution sociale et d'effondrement politique et économique<sup>1</sup> ». Cette perception de la convertibilité-or de la monnaie, héritée de l'expérience des années vingt, conditionna alors selon Mouré, les stratégies adoptées par ce pays au cours de la grande dépression. La France voyait dans la pureté de son étalon-or les raisons de sa préservation de la récession dans les premiers temps de la crise. Puis lorsqu'elle fut à son tour touchée, la défense absolue de sa convertibilité-or fut alors considérée comme la réponse la plus pertinente à apporter à la crise. Une dévaluation n'était pas envisageable, c'était sinon prendre le risque de plonger à nouveau la nation dans le chaos des années vingt. Wandschneider (2008) montre ainsi que le fait pour une nation d'avoir connu une période de forte inflation ou d'hyperinflation dans les années 1920, influença positivement la durée de l'appartenance à l'étalon-or de ce pays face à la grande dépression. Nous reviendrons plus longuement sur ces idées dans la seconde partie.

Ainsi, les États dont les monnaies se déprécièrent fortement avant de pouvoir la stabiliser à un niveau déprécié, associèrent à cette convertibilité-or rétablie, la nouvelle stabilité retrouvée. L'or devint encore plus pour eux le symbole de la solidité économique et politique qui avait prévalu dans un avant-guerre mythifié. Cette vision influença alors leur perception de la grande dépression et les réponses qu'ils lui apportèrent. Ces nations abandonnèrent par la suite le régime d'étalon-or en général plus tardivement.

---

1. Traduction personnelle.

### II.2.3 Niveau de stabilisation et endettement

Selon les trajectoires de stabilisation suivies pour rétablir la convertibilité-or de leurs monnaies, les nations réussirent à liquider une partie de leur endettement domestique. Celles qui avaient connu l'hyperinflation comme l'Allemagne, l'Autriche, la Hongrie ou la Pologne, effacèrent complètement leurs dettes publiques intérieures héritées de la guerre grâce à l'inflation. Ainsi lorsqu'elles ancrèrent à nouveau leurs monnaies sur l'or, leur endettement domestique était proche de zéro. Les nations qui connurent une inflation relativement forte, mais qui évitèrent de sombrer dans l'hyperinflation, à l'image de la France, de la Belgique, ou de l'Italie, purent elles aussi liquider une part importante de leur dette intérieure grâce à la hausse des prix. Elles stabilisèrent en général leurs monnaies dans la seconde moitié des années vingt, et avaient retrouvé alors un niveau d'endettement proche de celui d'avant-guerre. Enfin le troisième groupe de pays fut celui des nations qui retournèrent à leurs anciennes parités-or. Le Royaume-Uni, les Pays-Bas, la Suède, la Suisse, la Norvège et le Danemark en faisaient partie. Mais parmi ceux-ci, seul le Royaume-Uni avait été activement engagé dans la Grande Guerre et avait donc vu son endettement public augmenter fortement. Pour rétablir leurs parités de 1913, ces nations avaient conduit des politiques de déflation intenses, qu'elles durent pour certaines maintenir une fois leurs monnaies stabilisées, pour défendre leurs taux de change réels souvent surévalués, (Feinstein, Temin, Toniolo [2008]). Pour elles, en particulier pour le Royaume-Uni, le poids de leur endettement public resta élevé et tendait à s'alourdir avec les politiques déflationnistes menées. Ainsi, à la veille de la grande dépression leurs capacités d'endettement étaient déjà limitées.

## III L'étalon de change-or

Différents parcours furent empruntés par les nations pour stabiliser leur monnaie dans la première moitié des années 1920. Certaines rétablirent leurs parités-or de 1913, comme le Royaume-Uni, la Suède, l'Australie, les Pays-Bas ou la Suisse. D'autres enregistrèrent une dépréciation conséquente de leurs monnaies, la France, la Belgique, ou l'Italie. Et enfin d'autres, comme l'Allemagne, l'Autriche, la Hongrie ou la Pologne, après une période d'hyperinflation qui vit la destruction de leurs anciens ordres monétaires, émirent de

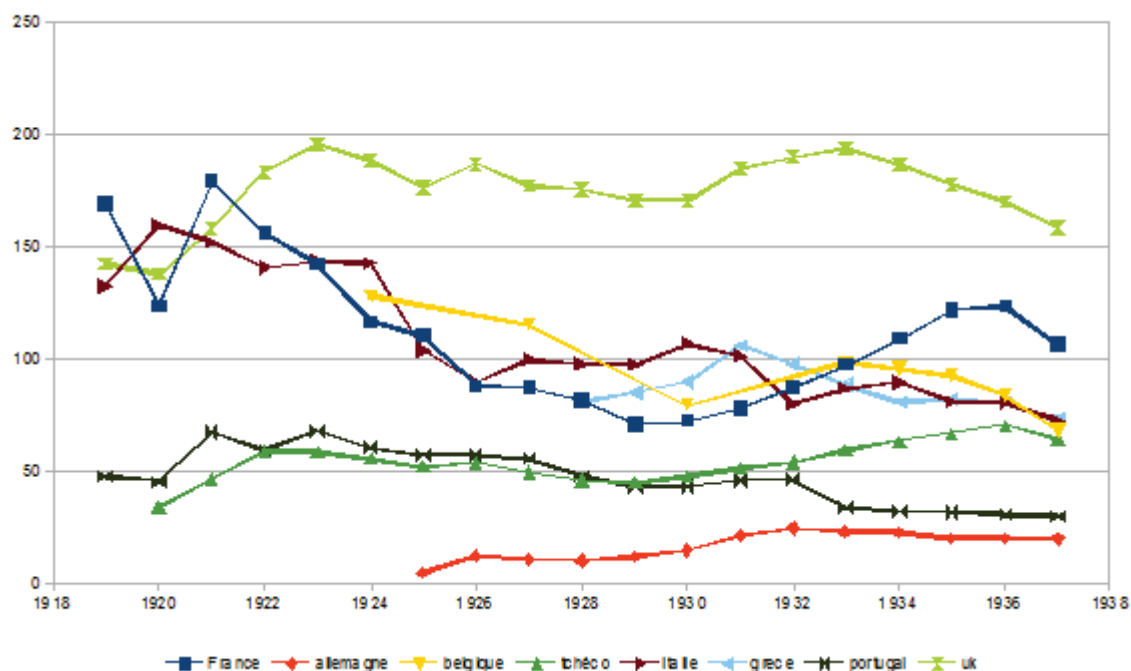


Illustration 3.1 – Évolution de l'endettement public rapporté au PIB entre 1919 et 1937. D'après les données d'Abbas *et al.* (2010), sauf pour la France, Villa (1993).

nouvelles monnaies et les ancrèrent sur l'or. En 1929, 45 pays avaient adossés leur monnaie à l'or (Eichengreen, [1992]). Cependant, le nouveau régime mis en place différait quelque peu de celui d'avant-guerre. Le monde passa alors d'un système d'étalon-or à celui d'étalon de change-or. Nous verrons dans cette section les particularités de ce nouveau régime et ce qui le distingua de son prédécesseur.

### III.1 L'avènement de l'étalon de change-or et ses propriétés

Dans le but de rétablir un nouveau régime monétaire fondé sur l'or, une série de conférences internationales eurent lieu dans la première moitié des années vingt. Les deux principales rencontres furent celles de Bruxelles en 1920 et de Gênes en 1922. L'objectif de ces conférences était de favoriser un retour commun des monnaies à la convertibilité-or d'avant-guerre. Mais à la suite de différents antagonismes, aucune véritable coopération internationale n'émergea de ces consultations et les participants durent se résoudre à rétablir leurs parités-or seuls. Ces conférences mirent cependant en avant les différents obstacles alors perçus, auxquels un nouveau système monétaire international fondé sur

l'or serait confronté. Pour y faire face, ce système fut donc bâti sur de nouvelles fondations, celles de l'étalon de change-or. Celles de l'étalon-or classique étant supposées ne pouvoir les surmonter. Nous verrons donc le rôle de ces conférences internationales, puis les caractéristiques techniques qui furent alors décidées pour le nouveau régime monétaire d'étalon de change-or.

### III.1.1 Le rôle des conférences internationales

Les deux principales conférences qui eurent lieu dans la période de stabilisation des monnaies, à Bruxelles en 1920 et Gênes en 1922, avaient chacune des objectifs propres, mais leur dessein fondamental, était d'établir un cadre officiel pour la coopération monétaire internationale, (Eichengreen, 1996b). Mais ces efforts butèrent sur deux obstacles principaux, les dettes de guerre et les réparations, ainsi que les différentes conceptions théoriques du fonctionnement de l'étalon-or. Les différentes interprétations des difficultés que ce régime monétaire pouvait rencontrer, amenèrent alors différentes réponses. Ces diverses conceptions étaient en partie le résultat de différentes expériences nationales dans le processus de stabilisation monétaire de la première moitié des années vingt.

**III.1.1.1 La conférence de Bruxelles** En 1920 se tint la conférence de Bruxelles, à l'initiative de la Société des Nations. Pour sa préparation, un questionnaire fut envoyé à chaque gouvernement y participant. Il requérait des informations sur le budget des États, leur dette publique, réserves monétaires, billets en circulation et flux commerciaux internationaux. Puis un groupe de cinq économistes composé de Pigou, Cassel, Gide, Bruins et Pantaleoni, en déduisit les problèmes que devrait soulever cette rencontre. Ils identifièrent trois difficultés essentielles. La première était la menace de l'inflation, que seuls l'équilibre des budgets, la hausse des taux d'intérêt et le financement des dettes flottantes pourraient vaincre. La seconde était celle de l'instabilité des taux de change. Sa résolution viendrait de la stabilisation des prix et de la levée des obstacles au commerce international. La troisième enfin, était le manque de capitaux. La solution dépendrait là des crédits internationaux. Ces trois problèmes étaient donc liés, les taux de change ne pouvant être stabilisés qu'à condition que l'inflation soit contrôlée, elle-même dépendait de l'équilibre des budgets nationaux, dépendant eux du retour de la croissance économique.

Cette dernière était quant à elle tributaire de la disponibilité des capitaux, reposant sur le crédit international. Mais ces prêts ne seraient de nouveau possibles qu'à condition que les changes soient stables. Lors de la conférence, ces questions furent cependant étudiées distinctement, empêchant alors leur résolution complexe. Des propositions très variées furent avancées pour y répondre, de la délégation de la stabilisation des changes par les marchés, à la création d'une monnaie et d'une banque centrale internationales. Une initiative proposant la création d'une banque internationale d'émission fut aussi faite par le Premier ministre belge Delacroix. De toutes les idées soumises, pratiquement aucune ne fut acceptée. Les différentes conceptions théoriques des participants contrarièrent l'adoption de solutions particulières. De plus, les États-Unis, seul pays ayant les capacités de fournir des prêts à l'échelle internationale, ne souhaitaient pas s'engager à offrir de nouveaux crédits, craignant sinon un allongement, voire l'annulation des précédents déjà consentis. Ils s'opposèrent donc à la création de nouvelles institutions internationales allant dans ce sens. Ils n'adhérèrent d'ailleurs pas à la Société des Nations, en partie pour ces raisons. Le problème des dettes de guerre et des réparations, que les Européens essayaient de lier ensemble contrairement aux Américains, fit ainsi obstacle aux avancées proposées en matière de régulation monétaire internationale institutionnalisée. Sur l'ensemble des propositions faites, seuls des accords sur la levée des contrôles de change, la restauration de l'indépendance des banques centrales et la volonté d'établir une valeur commune de référence sur laquelle fonder le système de change furent possibles. Malgré l'objectif très ambitieux de fournir un cadre formel à la coopération internationale pour un retour à la convertibilité des monnaies, la conférence de Bruxelles n'apporta pas d'importants progrès dans ce domaine et seuls quelques engagements nationaux furent pris.

**III.1.1.2 La conférence de Gênes** En 1922, une nouvelle conférence eut lieu à Gênes. Ses ambitions étaient plus modestes et seul le problème de la restauration d'un système de change stable fut posé. Le résoudre était alors considéré comme la condition nécessaire et suffisante pour assurer la reprise économique. L'idée d'un retour aux parités-or d'avant-guerre était partagée par tous, car elles étaient alors les seules à être considérées comme un engagement crédible. En effet, si un gouvernement avait opté pour une parité dévaluée, d'autres dévaluations à l'avenir étaient envisageables, l'État étant capable à nouveau de renier son engagement. Si certains pays connaissaient déjà une in-

flation durable, ils étaient les premiers à défendre cette idée. Ce fut particulièrement le cas de la France, la Belgique et l'Italie. Le Royaume-Uni, en position de force, était prêt à accepter lui, que ces États stabilisent leurs monnaies aux parités qui prévalaient alors, le coût d'un ajustement des prix étant jugé trop élevés en matière d'activité, d'emploi et d'augmentation du service de la dette. La conférence de Gênes permit cependant certains progrès sur la coopération internationale et l'établissement d'un système monétaire international unifié. En effet, l'inflation généralisée de la Première Guerre mondiale avait provoqué la peur qu'un manque d'or global ne se fasse ressentir. Ce sentiment était accentué par la baisse de la production de ce métal due à la guerre et qui perdura jusqu'en 1921. De plus, la valeur des réserves en or des banques centrales n'avait augmenté que de 13 % entre 1913 et 1928, alors que celle des réserves en dollar, avait été multipliée par deux entre 1913 et 1925. Elle continua à augmenter en rythme annuel de 4 % jusqu'en 1928. Les responsables de l'époque craignaient donc une insuffisance d'or au niveau mondial. Ainsi, pour éviter toutes stratégies individuelles non coopératives visant à augmenter le taux d'escompte pour capter l'or d'autres pays, les banques centrales furent incitées à harmoniser leurs politiques monétaires. En effet, la crainte était que ces dernières se lancent dans des politiques de hausses du taux d'escompte, accentuant ainsi les pressions déflationnistes. Les différents participants s'entendirent donc pour une coopération internationale, dans le but d'éviter ce type de politique. L'autre solution apportée au manque d'or supposé, était d'utiliser des devises comme réserves de change. Cette pratique n'était pas nouvelle, déjà sous l'étalon-or classique, la Belgique, la Bulgarie, la Finlande, et l'Italie par exemple, la pratiquaient. La plupart des banques centrales détenaient également des avoirs à Londres, Paris ou Berlin, elles conservaient donc une partie de leurs réserves sous cette forme. Mais l'importance de cette pratique était tout de même limitée au cours de l'étalon-or classique, les deux tiers des devises utilisées alors comme réserve étaient détenues par seulement trois pays, la Russie, L'Inde et le Japon. L'objectif à Gênes était donc d'institutionnaliser cette pratique. Cette proposition fut particulièrement soutenue par le Royaume-Uni, qui espérait ainsi voir un retour massif des dépôts étrangers à Londres et redonner à la livre son aura d'avant-guerre. Aucun accord n'émergea cependant sur ce point. Les États-Unis, absents de la conférence car ils ne souhaitaient pas que les dettes de guerre et les réparations soient liées, ainsi que la France, ne soutenaient pas cette

réforme. Pour les Américains, l'importance de leur nouveau stock d'or et la croyance en l'ajustement automatique des balances des paiements, leur faisaient porter peu d'intérêts à cette question. Pour les Français, c'était la crainte d'aider au renforcement de la position de Londres comme centre financier, ainsi que celle d'une moindre rigueur financière, qui leur fit s'opposer à cette pratique. L'utilisation des devises comme change ne put ainsi être réglementée. L'organisation d'une réunion internationale des banques centrales sous l'égide du Royaume-Uni fut alors proposée pour résoudre cette question. Elle n'eut cependant jamais lieu. Cette conférence ne concéda donc pas d'avancées décisives en matière de coopération internationale. Seules les idées d'un retour aux anciennes parités-or, l'harmonisation des politiques monétaires pour éviter les effets déflationnistes de stratégies individuelles non coopératives, l'évocation de la possibilité de l'utilisation des devises comme réserves et le désir de généraliser le modèle de banque centrale indépendante aux pays en étant dépourvus furent admises.

### **III.1.2 La coopération dans la stabilisation**

Une certaine forme de coopération internationale eut lieu dans les années vingt pour permettre le retour à l'or de certaines nations. Nous avons déjà évoqué dans le cas des pays au cœur de l'étalon de change-or, cette coopération entre banques centrales. Les instituts d'émission se firent des prêts, ou diminuèrent leurs taux d'escompte, pour venir en aide aux nations au cœur de ce régime qui tentaient de stabiliser leurs monnaies. Nous avons vu comment la Réserve Fédérale vint ainsi au secours de la Banque d'Angleterre en 1925. Mais une coopération eut également lieu entre les pays au centre de l'étalon de change-or et ceux à sa périphérie. Ce soutien prit essentiellement deux formes. L'un le fut à travers les prêts accordés par la Société des Nations aux nations à la périphérie, pour les assister dans leurs processus de stabilisation monétaire. Les principaux bénéficiaires de ces aides furent les nations d'Europe Centrale et dans une moindre mesure, celles d'Amérique Latine. L'autre forme de soutien se fit à travers l'envoi de conseillers, les « money doctors », principalement anglais et américains mais aussi français, pour aider les États à mettre en place des systèmes de banques centrales dans les pays qui en étaient encore dépourvus. Cette aide technique avait également comme objectif d'étendre l'influence des pays de ces émissaires. Les États-Unis et le Royaume-Uni se lancèrent alors dans une véritable course



pour élargir ou défendre leur pré carré.

## III.2 Les propriétés du nouveau régime monétaire

### III.2.1 Un régime d'étalon de change

De ces conférences, qui malgré une volonté affichée de coopération, ne réussirent pas à établir un cadre formel à la coopération internationale, émergea un nouveau régime monétaire international, l'étalon de change-or. Ce système se distinguait statutairement de son prédécesseur par trois caractéristiques majeures selon Eichengreen (1996b). La disparition de l'or comme moyen de transaction, l'utilisation plus intensive comme réserve des banques centrales des devises et le recours plus fréquent à un nouvel outil de politique monétaire, l'open market.

Comme nous l'avons vu précédemment, l'or tenait une place importante dans la circulation monétaire des pays au cœur du système d'étalon-or classique. Or, avec les hostilités, ce métal fut retiré de la circulation interne pour être conservé dans les coffres des banques centrales et ainsi être optimisé en tant que réserve. Après la guerre, la peur d'une pénurie d'or entraîna la pérennisation de cette pratique. Pour protéger leurs encaisses aurifères, les gouvernements élevèrent les seuils à partir desquels la monnaie pouvait être échangée contre ce métal jaune. Le gold standard Act de 1925 au Royaume-Uni par exemple, établit un minimum de 400 onces en dessous duquel la Banque d'Angleterre n'était pas obligée de vendre de l'or au public. Sur cette période, seuls les États-Unis conservèrent alors une proportion significative de leur circulation sous forme d'or, environ 8 %. Pour Cassel, ce nouvel usage devait être considéré comme une étape cruciale dans l'histoire monétaire, généralisant la circulation fiduciaire.

Le second point de distinction entre les régimes monétaires d'avant et d'après-guerre, toujours selon Eichengreen, fut la généralisation de l'emploi des devises par les banques centrales en tant que réserves à part entière. Cette pratique, déjà utilisée au cours de l'étalon-or classique, n'avait pu être institutionnalisée lors des conférences des années vingt, en particulier à cause des oppositions américaines et françaises. Cependant, son adoption se généralisa et la plupart des instituts d'émission les considérèrent officiellement comme réserves, au même titre que l'or. Les États détenant déjà avant-guerre des réserves excédentaires sous forme de devises, légalisèrent leur utilisation comme réserves

légales. Les pays qui avaient pu stabiliser leurs monnaies grâce à l'obtention de prêts auprès de la Société des Nations, avaient vu cette offre conditionnée à la reconnaissance et l'utilisation sans limites de devises comme réserves. Le régime monétaire évolua alors par la généralisation de cet usage en un système d'étalon de change-or. Ainsi, la part des réserves en monnaies étrangères des banques centrales européennes passa de 12 % en 1913, à 27 % en 1924, et 42 % en 1927. Les deux principales devises alors utilisées au titre de réserves furent le dollar et la livre. Pour la monnaie américaine, ce fut car jusqu'en 1925, elle était une des seules encore convertibles. Cela reflétait également la nouvelle position prépondérante de ce pays dans les flux financiers et commerciaux internationaux. De plus, cette nation détenait près de 50 % du stock d'or mondial, crédibilisant de ce fait la solidité de sa monnaie. La seconde monnaie de référence, la livre, tirait son influence de sa position presque toujours dominante dans les différents échanges internationaux et de son importance historique. En effet, l'Inde avant-guerre par exemple, détenait l'exclusivité de ses réserves sous forme de sterling et se trouvait donc déjà dans une pratique d'étalon de change-or. Le franc et le mark au contraire, après le chaos monétaire et financier que connurent leurs pays respectifs, perdirent leur position de devises clés de l'étalon-or classique. Les États-Unis et la France furent cependant parmi les rares nations à maintenir un régime d'étalon-or pur, dans lequel les réserves ne pouvaient être utilisées comme réserves officielles pour garantir la monnaie fiduciaire.

La troisième caractéristique de l'étalon de change-or de l'entre-deux-guerres, fut l'utilisation d'un nouvel instrument de politique monétaire, l'open market. Avant 1914, le taux d'escompte était le principal outil de transmission de la politique monétaire. Les banques centrales, en modifiant le taux auquel elles escomptaient les billets à ordre des institutions financières, affectaient ainsi le volume et le prix des crédits consentis par le système bancaire. La Banque d'Angleterre et la Reichsbank étaient alors les seules à déjà utiliser les opérations d'open market, mais uniquement dans le cas où les modifications de leurs taux d'escompte étaient inefficaces, pour endiguer des sorties d'or trop importantes. Or dans les années vingt, à cause de l'important volume de dettes publiques en circulation, le taux d'escompte perdit de sa force de régulation. Les économies nationales devinrent alors moins sensibles à ses variations. Les politiques d'open market se développèrent donc. L'ampleur des dettes publiques rendait également cet outil plus efficace. Il était de plus

particulièrement performant pour stériliser les entrées d'or. Le Royaume-Uni utilisa donc énergiquement ce levier d'action. Les États-Unis menèrent aussi de telles politiques par le biais de la Réserve Fédérale de New York en particulier. En France et en Allemagne cependant, le recours à de telles pratiques était limité par des contraintes statutaires, héritages de l'inflation d'après-guerre que connurent ces deux pays. En effet, pour éviter la résurgence des pratiques laxistes qui avaient conduit au financement monétaire des déficits publics et de la dette, les politiques d'open market étaient alors très encadrées et rendues pratiquement inopérantes.

Si le nouveau régime monétaire établi dans les années vingt présentait certaines similitudes avec son prédécesseur d'avant-guerre, la généralisation de certaines pratiques comme les réserves en devises, le fit évoluer vers un système d'étalon de change-or. De plus, si le précédent régime avait procuré une grande stabilité monétaire à ces participants les plus industrialisés, le nouveau allait rapidement s'effondrer, et entraîner l'économie mondiale dans sa chute. Il ne présenta alors pas les mêmes attributs de stabilité dont l'étalon-or classique était paré.

### III.2.2 L'étalon de change-or, un potentiel d'instabilité dans ses fondations

L'étalon de change-or eut une durée de fonctionnement beaucoup plus courte que son prédécesseur d'avant-guerre. Si nous suivons Eichengreen (1992), il débuta en 1926 avec la stabilisation *de facto* du franc et se termina en 1931 avec son abandon par le Royaume-Uni. Parmi les raisons avancées à cette courte durée de fonctionnement, deux types d'arguments émergent : le potentiel d'instabilité de ses fondations et la modification de l'environnement héritée de la guerre.

Les nouvelles fondations sur lesquelles s'appuyait le système d'étalon de change-or étaient porteuses d'une probable instabilité. L'utilisation de devises au titre de réserves, l'encadrement des instruments de politique monétaire et l'importance du nombre de ses participants, allaient fragiliser son fonctionnement selon Eichengreen (1992, 1996).

**III.2.2.1 Les réserves en devises, une source d'instabilité** La généralisation de l'utilisation des devises comme réserves des banques centrales, bien qu'elle ne fut pas homogène, faisait supporter au régime d'étalon de change-or un risque d'instabilité. Cette

mesure avait été adoptée dans le but d'éviter une pénurie d'or au niveau international, qui aurait alors pu pousser les pays à se lancer dans des politiques non coopératives aux effets déflationnistes, dans le but d'accaparer la ressource rare. Substituer des monnaies convertibles à l'or dans les réserves permettait alors d'écarter cette potentielle menace. Ce stratagème faisait cependant courir d'autres risques au système monétaire international. En effet, pour qu'un pays puisse détenir la monnaie d'un autre et s'en serve comme réserve, la devise clé devait alors pouvoir être suffisamment disponible. Dans l'entre-deux-guerres, le dollar et la livre tinrent ce rôle. Or, pour que ces monnaies soient abondantes, les États-Unis et le Royaume-Uni devaient accumuler des déficits de leurs balances courantes. Les autres nations pouvaient alors devenir créditrices de ces deux nations et accumuler des réserves en devises sur elles. Cependant ce mécanisme rencontrait deux limites. La première émanait des statuts de la banque centrale américaine, qui requéraient pour chaque dépôt étranger en dollar, une contrepartie équivalente en or. Chaque dollar détenu par une nation étrangère devait alors être compensé par la perception de l'équivalent en or par les États-Unis. Cette configuration ne résolvait donc pas la pénurie d'or, les banques centrales substituant seulement des dollars à leur métal, au profit du pays émetteur. La masse monétaire mondiale n'augmentait donc pas. Les pressions déflationnistes dues à la pénurie d'or continuaient à s'exercer. Cependant, grâce à la politique plus accommodante de la Banque d'Angleterre, la détention de sterling était plus facile. Le Royaume-Uni ne disposait pas de statuts aussi contraignants, sa politique monétaire pouvait donc être plus souple. De plus, ce pays avait un déficit structurel de sa balance commerciale, contrairement aux États-Unis, il pouvait donc pourvoir au besoin de liquidité du système. Mais cette situation soulevait alors un autre problème, celui d'une menace sur la convertibilité de la livre. En effet, en créant des sterling pour pallier le déficit de sa balance, le Royaume-Uni, s'il ne voyait pas son stock d'or augmenter, abaissait le ratio de couverture-or de sa monnaie. Les pays détenteurs de cette devise pouvaient donc, si un certain seuil était atteint, commencer à douter de la crédibilité de l'engagement du Royaume-Uni à garantir la convertibilité-or de sa monnaie. Comme une dévaluation de la monnaie de réserve était synonyme de perte pour ses détenteurs, en cas d'une telle anticipation, ceux-ci auraient donc retiré leurs dépôts de Londres, menaçant ainsi encore plus la livre, voir provoquant sa chute. Cette liquidation de la composante en devise de leurs réserves aurait

ensuite provoqué une contraction de la liquidité internationale, infligeant un puissant effet déflationniste à l'économie mondiale.

La généralisation de l'utilisation de devises comme réserves des banques centrales faisait donc peser un risque déflationniste sur le système monétaire international. Cette menace provenait de la possible insuffisance de devise ou au contraire de sa trop grande abondance. Ce problème est alors celui de toutes monnaies internationales. Elles doivent être à la fois suffisamment disponibles pour être des monnaies de transactions, mais aussi suffisamment rares pour être une monnaie de réserve. Ce dilemme sera résumé plus tard dans le cas du dollar au sein du régime de Bretton Woods par Triffin (1960). Nous reviendrons dans le chapitre deux sur ces tensions.

**III.2.2.2 Des instruments de politique monétaire altérés** Le système monétaire était aussi fragilisé par l'altération des instruments de politique monétaire. Les décideurs pouvaient donc plus difficilement mener les politiques économiques qu'ils souhaitaient, car les moyens de transmission de ces politiques étaient moins efficaces. En effet, à la suite de l'émission de forts volumes de dettes publiques, le taux d'escompte influençait moins les conditions de marché du crédit. Le recours aux politiques d'open market était aussi entravé dans certains pays. Aux États-Unis, les statuts sur la couverture-or limitaient son amplitude d'action. En France et en Allemagne cet instrument était là aussi défaillant. Les gouvernements de ces pays, après l'inflation des années vingt, avaient souhaité isoler leurs banques centrales des pressions pouvant les pousser à monétiser les déficits publics. Leur utilisation des politiques d'open market était donc fortement limitée.

**III.2.2.3 L'augmentation du nombre de participants** Un autre trait caractéristique de l'étalon de change-or portant les germes d'une instabilité probable, fut son extension aux pays de la périphérie. Comme nous l'avons vu, le régime monétaire d'avant-guerre était organisé autour d'un centre, composé des nations européennes industrialisées, dont l'engagement à défendre leurs parités était très crédible. Pour Eichengreen (1992), ce fut cette crédibilité, associée à une coopération internationale entre ces pays, qui permit au système de se réguler et d'éviter toute crise majeure. Les pays à la périphérie de cet ensemble ne disposaient pas eux d'un tel crédit, et n'étaient donc pas susceptibles de recevoir d'aide extérieure. Ces États étaient donc soumis à une plus grande instabilité

monétaire, qui se manifesta par plusieurs dévaluations au cours de la période classique. L'étalon-or était en conséquence un système hétérogène, ne prodiguant la stabilité qu'à ses membres centraux et laissant une périphérie hétéroclite, en proie aux déséquilibres. Dans le régime d'étalon de change-or, le nombre de participants augmenta grandement, atteignant 45 pays en 1929. De nombreuses nations à la périphérie de l'ancien étalon, intégrèrent alors ce nouveau régime monétaire. Pour y parvenir, elles développèrent dans les années vingt des banques centrales indépendantes, prenant exemple sur les États-Unis qui avaient fait de même avec la création du système de réserves fédérales en 1913. La simple existence de ce type d'institution n'était cependant pas en soi une garantie de stabilité. En devenant membre à part entière du système monétaire international, les anciennes nations périphériques toujours fragiles, firent alors courir un risque à l'ensemble des autres participants. En cas de défaillance de l'un de ces pays, l'étalon de change aurait été atteint, menaçant l'ensemble de ses adhérents, et donc ceux autrefois intouchables. Par son élargissement à des États à la crédibilité incertaine, l'étalon de change-or se fragilisa et devint donc plus sensible à l'instabilité.

1919 (pays déjà sur l'or)	Cuba, États-Unis, Nicaragua, Panama, Philippines
1922	Costa Rica, Lituanie
1923	Autriche, Colombie
1924	Allemagne, Guatemala, Suède
1925	Afrique du Sud, Australie, Belgique, Égypte, Hongrie, Mexique, Nouvelle-Zélande, Pays-Bas, Royaume-Uni, Suisse
1926	Canada, Chili, Finlande, Tchécoslovaquie, France (stabilisation <i>de facto</i> )
1927	Argentine, Brésil, Bulgarie, Danemark, Équateur, Pologne, Venezuela
1928	Bolivie, Estonie, France ( <i>de jure</i> ), Grèce, Norvège, Uruguay
1929	Roumanie

Tableau 3.6 – Retour officiel à l'étalon de change-or.  
D'après les données de B.Eichengreen (1992).

### III.2.3 L'instabilité héritée de la guerre

Comme nous l'avons vu dans le premier chapitre, la stabilité de l'étalon-or classique dépendait non pas de ses mécanismes d'ajustement théoriques comme le taux d'es-compte ou les flux physiques d'or, mais d'autres mécanismes régulateurs. Pour Eichengreen (1992), ce fut la crédibilité et la coopération, qui permirent aux nations au cœur de ce régime de profiter d'une grande stabilité. Pour Kindleberger (1976), ce fut la domination hégémonique du Royaume-Uni qui assura ce rôle. Or, la guerre et les bouleversements qu'elle provoqua, ainsi que les diverses expériences nationales des années vingt, entravèrent grandement ces mécanismes.

**III.2.3.1 Une crédibilité atteinte** La montée des revendications sociales et la nouvelle place de l'État dans l'économie et la société, portèrent en effet atteinte au crédit des pays, sur leur engagement absolu à défendre la convertibilité-or de leur monnaie. Les gouvernements ne pouvaient plus ne pas avoir à choisir entre équilibre externe et interne comme auparavant. Leurs nouvelles responsabilités les obligeaient maintenant à devoir arbitrer entre ces deux objectifs. Les objectifs internes prirent alors une place plus importante dans la fonction de réaction des banques centrales, comme l'ont montrés Eichengreen, Watson et Grossman (1985) dans le cas du Royaume-Uni, Eichengreen (1990) pour la France, Wheelock (1991) pour les États-Unis et Bordo et Eschweiler (1994) pour l'Allemagne. Simmons (1997) montre également la montée des facteurs politiques dans la détermination des politiques monétaires au cours des années vingt. La défense inconditionnelle des parités n'était donc plus assurée. En conséquence, la stabilité des changes n'était plus certaine. Le régime d'étalon de change-or après le conflit mondial et ses conséquences, ne présentait plus le même caractère infaillible que l'étalon-or classique. De ce fait, la spéculation autrefois stabilisatrice grâce à la certitude que les parités seraient toujours assurées, devint déstabilisante. Les spéculateurs craignaient maintenant la possibilité d'une dévaluation. Ainsi, lorsqu'une monnaie était menacée, ils l'abandonnaient, précipitant sa chute. Les bouleversements de la guerre ternirent donc la crédibilité des États, rendant la spéculation néfaste pour la défense des monnaies, fragilisant de la sorte l'étalon de change-or.

Cette vision est cependant quelque peu atténuée par Bordo et MacDonald (2003). En

effet, ces deux auteurs, après avoir étudié la crédibilité de l'étalon-or classique (Bordo et MacDonald, [1997]), étudient celle de l'étalon de change-or dans l'entre-deux-guerres. Pour cela, ils partent de l'analyse de Nurkse (1944), qui mettait en avant que les banques centrales de 26 pays entre 1922 et 1938, dévièrent très régulièrement des règles du jeu dans leurs politiques de fixation du taux d'escompte<sup>2</sup>. Ces deux auteurs montrent alors en étudiant la relation des parités de taux d'intérêt non couverts et la structure à terme entre taux d'intérêt court et long, que les participants à l'étalon de change-or disposaient d'une certaine autonomie dans la fixation de leurs taux d'escompte, par rapport à ceux de leurs partenaires commerciaux. Ils concluent que cette relative indépendance monétaire démontre bien le rôle des conditions domestiques dans les politiques de fixation du taux d'escompte, ils s'accordent avec les analyses précédentes. Mais ils concluent dans le cadre de la théorie des zones cibles, que cette autonomie reflétait donc la crédibilité de l'étalon de change-or. En effet, si les nations pouvaient dévier de leurs objectifs monétaires pour soutenir ceux internes, ce fut car leur engagement à défendre l'or était crédible.

**III.2.3.2 Une coopération internationale limitée** La coopération internationale, fondation essentielle de l'étalon-or classique pour Eichengreen, fut aussi remise en cause par la Grande Guerre. Les antagonismes dus au problème des dettes de guerre et des réparations minèrent la coopération internationale. Les États-Unis, notamment à cause de ces oppositions, refusèrent d'adhérer à la Société des Nations et de participer officiellement aux conférences de Bruxelles et Gênes. Tant que ces questions demeuraient présentes dans les échanges internationaux, les pays trouvèrent difficilement des accords sur d'autres thèmes, ces tensions paralysant toutes autres négociations.

Différentes conceptions théoriques du fonctionnement de l'étalon de change-or et de l'économie en général, contrarièrent également la coopération internationale. Ces vues multiples résultaient des différents vécus nationaux consécutifs à la guerre et aux problèmes de financement qu'elle entraîna. En effet, selon le volume, le type d'endettement, ainsi que son financement, les belligérants connurent des expériences contrastées au cours de la première moitié des années vingt. Déflation pour le Royaume-Uni, forte inflation en France, Belgique et en Italie, hyperinflation en Allemagne et en Autriche. Chaque pays

---

2. Nurkse (1944) montre que dans plus de 60 % des cas, la corrélation entre les variations des conditions de crédit domestiques et celles des réserves de la banque centrale était négative.



tira de ces épreuves, des conceptions personnelles des mécanismes de fonctionnement de l'étalon-or et de l'économie. Des désaccords apparurent donc sur la perception des problèmes que pouvait rencontrer l'étalon de change-or, ainsi que sur les réponses à y apporter. Sans consensus sur ces questions, la coopération internationale était fragilisée. Ce mécanisme de régulation du système monétaire, essentiel pour Eichengreen (1992), ne fonctionnait alors plus correctement, entrouvrant la voie à l'instabilité. Cette défaillance de la coopération fut particulièrement effective pour cet auteur, lors des conférences de Bruxelles et Gênes, les participants ne réussissant pas à s'entendre pour l'édification d'un régime international fondé véritablement sur un processus d'ensemble.

**III.2.3.3 Le rôle particulier du Royaume-Uni affaibli** La fonction particulière du Royaume-Uni, comme mécanisme de régulation au sein de l'étalon-or, souffrit aussi de la guerre et de ses conséquences. En effet, avec son affaiblissement consécutif au conflit et à la montée de la puissance américaine, il ne put assurer aussi efficacement ses missions de coordination des politiques macroéconomiques, de banquier commercial et central à l'échelle mondiale et enfin, de marché pour les produits en difficultés. Les États-Unis qui concurrençaient sa domination, ne reprirent pas ces rôles. Leur économie était faiblement dépendante du reste du monde, ils étaient fortement pourvus en matières premières, protégeaient leur marché par de hautes barrières douanières et étaient en situation d'excédent commercial permanent, contrairement au Royaume-Uni, structurellement déficitaire. Ainsi, ils ne pouvaient jouer le rôle de marché pour les produits en difficulté. De plus, leur non-adhérence à la Société des Nations limitait leur capacité de coordination des politiques monétaires. Enfin la jeunesse et l'inexpérience de leur banque centrale, pouvaient les amener à suivre des politiques non optimales. Ils assurèrent cependant, tout au long des années vingt, la mission de banque commerciale mondiale, en fournissant des crédits au reste du monde. Fonction qu'ils abandonnèrent lors de la grande dépression et qui joua dans sa transmission internationale et son approfondissement. Nous approfondirons ces points dans le chapitre suivant. Avec l'affaiblissement de la place du Royaume-Uni au sein du système monétaire international, ce fut selon Kindleberger (1976), un des mécanismes essentiels de régulation de l'ancien régime qui se relâcha, favorisant la montée de l'instabilité.

À l'issue de la Première Guerre mondiale, l'étalon-or s'était désintégré et seuls les

États-Unis (et quelques nations d'Amérique Centrale dans son orbite) avaient réussi à maintenir leur lien avec l'or. Les années vingt furent donc celles du rétablissement de la convertibilité-or des monnaies. Mais pour parvenir à ces accords monétaires, c'est-à-dire pour qu'émerge l'étalon de change-or, ses futurs membres devaient d'abord financer leur lourd endettement public hérité de la guerre. Ce ne fut qu'une fois une solution pérenne trouvée à ses dettes, que ces nations purent rétablir une parité-or. Trois trajectoires se distinguèrent alors au cours de ce processus. Ces expériences de stabilisation marquèrent ces pays dans la suite des années vingt, mais aussi dans les années trente comme nous le verrons dans la seconde partie, à travers leurs rythmes d'activité, leurs niveaux d'endettement, ainsi que dans leurs perceptions de l'étalon de change-or. Le système monétaire qui émergea au cours de cette période, portait donc dès sa fondation les germes de l'instabilité. Celle-ci émanait à la fois des caractéristiques propres à ce régime, notamment à travers l'utilisation des réserves de change, l'élargissement de ses participants à des membres plus fragiles, ainsi que les contraintes pesant sur les outils de politique monétaire. Elle avait aussi comme source, l'altération due à la guerre des moyens de régulation de l'étalon-or classique. En portant atteinte à la crédibilité des gouvernements, à la coopération internationale et au rôle particulier du Royaume-Uni, le conflit mondial sapa les bases des mécanismes de régulation du système monétaire international. Le régime qui apparut alors était intrinsèquement instable.

## CHAPITRE 4

# Le déclenchement de la grande dépression

---



Comme nous l'avons évoqué dans le chapitre précédent, la première moitié des années vingt fut caractérisée pour reprendre les mots d'Asselain, par une conjoncture mondiale « disloquée ». Alors que certains pays comme la France ou la Belgique connaissaient des périodes d'inflation, l'Allemagne et l'Autriche étaient confrontées à l'hyperinflation, le Royaume-Uni s'enfonçait lui dans la déflation. Selon ces différentes expériences monétaires et leur intensité, l'activité de ces États en fut fortement influencée. La croissance fut plus intense et plus rapide pour les nations qui avaient subi inflation et dépréciation du change, contrairement à celles qui avaient mené des politiques déflationnistes. Ces dernières connurent alors une reprise plus lente et moins forte, comme le montre Eichengreen (1986). La France avait ainsi dès 1924 retrouvé son niveau de production industrielle de 1913, tandis qu'en 1925, le Royaume-Uni et l'Allemagne n'y étaient toujours pas parvenus. En prenant pour base 100 la production industrielle en 1913, ces deux derniers pays atteignaient respectivement en 1925, 86 et 95. Les États-Unis étaient quant à eux à 148 et le Japon à 220.

Toujours en reprenant les mots d'Asselain, la seconde moitié des années vingt « correspondait mieux à première vue à l'image de la prospérité ». L'environnement international s'était unifié, un nouveau système monétaire avait émergé, l'étalon de change-or, les tensions relatives aux dettes de guerre et aux réparations semblaient apaisées, la liberté des mouvements de capitaux était retrouvée et les principales barrières aux échanges internationaux s'estompaient. À l'échelle nationale, la plupart des pays avaient réussi en 1926 à financer leurs dettes héritées du conflit mondial et à rétablir une parité-or pour leur monnaie. Les tensions sociales de l'immédiat après-guerre s'étaient également apaisées, excepté pour le Royaume-Uni. Pour ce dernier, après une légère accalmie, l'année 1926 avait été marquée par une grève générale qui atteignit pour cette époque un maximum historique en matière d'agitation et de grève, avec 162,2 millions de journées de travail perdues. La politique de déflation suivie par ce pays eut un coût très important pour l'activité, l'emploi et les exportations, tout au long de cette décennie. Ainsi entre 1921 et 1929, le nombre de chômeurs ne passa jamais sous la barre du million. De même, les exportations britanniques qui enregistraient déjà un recul relatif avant-guerre, connurent sur cette période un déclin absolu. Entre 1927 et 1929, leur volume était toujours inférieur de 20 % à celui de 1913. L'activité ne retrouva elle, son niveau d'avant-guerre qu'en 1929.

Les performances nationales furent donc très contrastées au cours de cette seconde moitié des années vingt. Les choix de stabilisation monétaire opérés lors de la première moitié de cette décennie les influencèrent grandement.

	Indice de la production manufacturière en 1929	Part de la production manufacturière mondiale (en %)	
		1913	1929
États-Unis	180	35.8	42.2
France	143	7	6.6
Allemagne	117	14.3	11.6
Royaume-Uni	101	14.1	9.4
		71.2	69.8

Tableau 4.1 – Croissance industrielle comparée (1913-1929).

D'après les données de D. Aldcroft (1977).

Les États-Unis prirent clairement l'avantage sur l'Europe au cours de ces années. La croissance industrielle en France devança nettement celles de l'Allemagne et du Royaume-Uni. Ces quatre pays assuraient cependant toujours en 1929, plus des deux tiers de la production manufacturière mondiale.

La croissance des années vingt, sous fond de rétablissement des ordres nationaux et de celui international, fut donc marquée par des évolutions disparates, conséquence des choix de stabilisation d'après-guerre. Mais au tournant de cette décennie, ces conditions semblaient s'améliorer, comme en témoigne la balance commerciale anglaise, excédentaire en 1929 pour la première fois depuis la fin de la guerre. Et si certaines nations connurent des épisodes de récession, comme les États-Unis en 1924 et 1927, l'Allemagne en 1927 et la France et le Royaume-Uni en 1926, la tendance générale était à un retour de la prospérité.

Cette prospérité retrouvée allait cependant être de courte durée. Dès 1928, l'Allemagne et le Brésil entraient en récession, suivis dans la première moitié de 1929 par l'Argentine, le Canada et la Pologne. En août de cette même année, les États-Unis enregistraient un recul de la production industrielle. En octobre, la bourse de Wall Street s'effondrait, la grande dépression éclatait. Dès la fin de l'année, tous les pays étaient touchés, la crise devenait mondiale. Seuls la France, la Suède et quelques-uns de leurs satellites économiques étaient

encore épargnés, mais ces nations allaient bientôt basculer elles aussi dans la récession et la déflation.

La crise de 1929, ou crise des années trente, ou encore grande dépression, marqua l'histoire par son ampleur et son intensité. Ampleur géographique, presque tous les pays furent touchés et seuls l'URSS, alors retranchée du monde, le Japon et quelques autres y échappèrent. Ampleur temporelle, débutée tôt en 1928 pour certains États tels que l'Allemagne ou le Brésil, finissant tardivement pour d'autres comme la France ou les États-Unis qui avaient à peine en 1939, voire pas encore, retrouvé leurs niveaux de production de 1929. Intensité, le volume de la production industrielle passa d'un indice base 100 en 1929, à un point bas en 1932, de 54 pour les États-Unis, 53 en Allemagne, 61 en Autriche, *etc.* La France atteignit elle un minimum en 1935, avec un indice de 76. Les prix s'effondrèrent également. L'indice des prix de détail chuta entre 1929 et 1932 de 18,6 % aux États-Unis, 21 % en Italie et en Allemagne, 17 % au Japon et de 12 % en France, voire 29 % en 1935. La chute des prix de gros fut encore plus forte. Elle atteignit entre 1929 et 1933, 32 % au Royaume-Uni, 38 % en France, 42 % aux États-Unis, 34 % en Allemagne, *etc.* Le commerce international sombra aussi. Selon les calculs de la Société des Nations, les importations de 75 pays passèrent d'un maximum de 3,04 milliards de dollars-or en 1929, à un minimum de 0,94 milliard début 1933, soit une diminution de 69 %. En éliminant l'effet de la baisse des prix, la chute atteignit 25 %.

La grande dépression, par son ampleur et son intensité, fut donc un phénomène particulier de l'histoire économique. Pour mieux la comprendre, nous verrons comment la crise se déclencha et pour quelles raisons elle fut aussi sévère. Pour répondre à ces deux questions, nous nous référerons principalement aux thèses d'Eichengreen et de Temin, qui mettent en avant le rôle particulier du système monétaire international alors en vigueur, l'étalon de change-or, dans le déclenchement et l'approfondissement de la grande dépression.

Pays	1930	1931	1932	1933	1934	1935	1936	1937	1938
Canada	85	71	58	60	73	81	90	100	90
États-Unis	81	68	54	64	66	76	88	92	72
Allemagne	88	72	58	65	83	95	106	116	124
Belgique	89	81	69	72	73	82	87	96	80
Danemark	108	100	91	105	117	125	130	136	135
France	100	89	77	83	78	76	80	83	79
Norvège	101	78	93	94	98	108	118	130	127
Pays-Bas	102	96	84	91	93	90	91	103	104
Royaume-Uni	92	84	83	88	99	106	116	124	116
Suède	102	96	89	91	110	123	135	149	146
Italie	92	78	67	74	80	94	87	100	98

Tableau 4.2 – Mouvements de la production industrielle dans différents pays  
(1929 = 100).

D'après les données de J-Ch. Asselain (1995).

## I Un environnement déflationniste

La fin des années vingt se caractérisa par un environnement déflationniste. Les quatre principaux pays industrialisés, c'est-à-dire les États-Unis, la France, l'Allemagne et le Royaume-Uni, menèrent des politiques déflationnistes. Selon Temin (1989), ce furent ces puissants chocs négatifs, associés au système d'étalon de change-or, qui déclenchèrent la grande dépression. Dans un tel régime monétaire, un pays qui menait une politique de déflation devait voir sa balance des paiements se renforcer. Les importations étaient freinées par la baisse de la dépense nominale interne et les exportations favorisées par la chute des prix. La balance commerciale s'améliorait donc. De même pour la balance des capitaux, dont la position était soutenue par des entrées de capitaux dues à la hausse des taux d'intérêt réels. Pour les partenaires économiques du pays déflationniste, cette situation se traduisait au contraire par une détérioration de leurs balances des paiements, à travers la hausse de leurs importations et la baisse de leurs exportations, ainsi qu'une



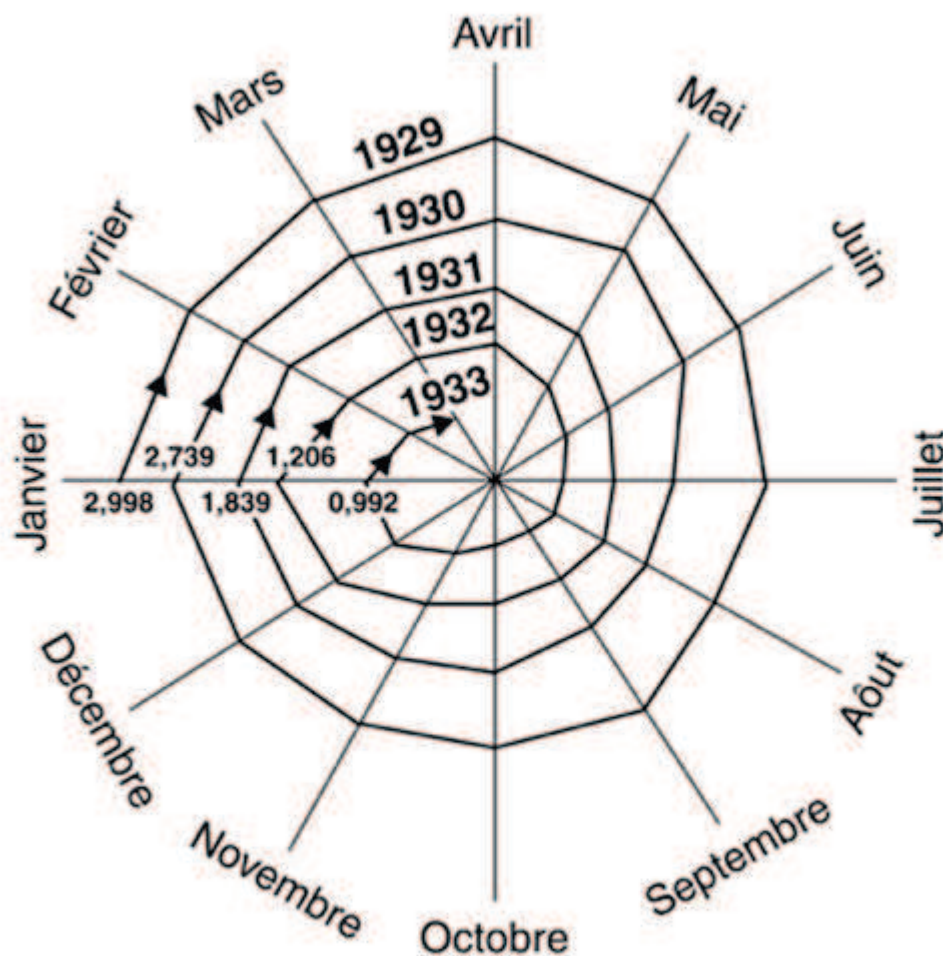


Illustration 4.1 – Contraction du commerce international mois par mois entre janvier 1929 et juin 1933 (en millions de dollars).

augmentation des sorties de capitaux. Si leur équilibre externe était déjà fragile, ces nations devaient elles aussi se lancer dans des politiques déflationnistes pour défendre leurs parités de change. Ce fut cet enchaînement qui se produisit à la fin des années vingt et qui mena à la grande dépression, comme nous allons le voir.

À la fin des années vingt, les États-Unis, l'Allemagne, la France et le Royaume-Uni, menèrent des politiques déflationnistes. Pour ces deux premières nations, ces politiques étaient le résultat d'un choix précis. Pour les deux dernières, elles étaient plutôt la conséquence du fonctionnement de l'étalon de change-or.

## I.1 Des politiques déflationnistes contraintes

### I.1.1 Le Royaume-Uni

Pour la France et le Royaume-Uni, ces politiques déflationnistes étaient la conséquence de l'appartenance au régime d'étalon de change-or et des stratégies de stabilisation des années vingt. Dans le cas anglais, la livre avait été de nouveau convertible en or dès l'année 1925. Cependant comme Keynes le montra, cette devise était surévaluée d'environ 10 % en prenant en compte les parités de pouvoir d'achat. D'autres monnaies étaient sous-évaluées, comme le franc, d'environ 10 %. La parité-or du sterling, associée aux déclins de la compétitivité des produits anglais et des produits de base comme le charbon et le textile, spécialisation de l'industrie de ce pays, entraînèrent une baisse des volumes d'exportations britanniques de l'ordre de 20 % entre 1913 et 1928 (Asselain, [1995]). Face à cette situation, le gouvernement mena alors une politique de déflation pour ramener les prix anglais aux niveaux mondiaux. La Banque d'Angleterre maintint ainsi son taux d'escompte tout au long de cette décennie, légèrement au-dessus de celui de la Réserve Fédérale. L'objectif était alors d'attirer des capitaux à court terme, assurant un soutien à la livre et de limiter l'inflation en contractant l'activité. L'indice des prix anglais passa ainsi d'un niveau de 248 en 1920<sup>1</sup>, à 167 en 1928, selon les chiffres de Maddison (1981). Cette stratégie fut donc une réussite, mais eut un coût économique et social très élevé. Le chômage touchait ainsi à la veille de la grande dépression, 1,5 million de travailleurs, soit 6,8 % de la population active. De même à cette date, la production manufacturière avait à peine retrouvé son niveau d'avant-guerre, alors qu'elle était supérieure de 43 % en France, 80 % aux États-Unis et 17 % en Allemagne, par rapport aux niveaux de 1913.

Ainsi le Royaume-Uni, première puissance commerciale et financière d'avant-guerre, mais fortement concurrencée par la montée américaine, conduisit tout au long de cette période des politiques déflationnistes qui asphyxièrent son activité. Par sa position mondiale, même si celle-ci était de plus en plus contestée, ces politiques eurent un impact négatif sur le reste du monde selon Temin (1989).

---

1. L'année 1913 sert de base 100.

### I.1.2 La France

La France eut également un impact déflationniste majeur à la fin des années vingt. À la suite de la stabilisation *de facto* du franc par Poincaré en juin 1926, les réserves d'or et de devises de la Banque de France augmentèrent très rapidement. Pour limiter l'appréciation de sa monnaie, l'institut d'émission se lança dans des politiques d'open market entre décembre 1926 et juin 1928. Le stock de devises passa ainsi de 2,75 milliards de francs en février 1927, à 26,53 milliards en juin 1928, lors de stabilisation *de jure*. Après cette date, ce montant diminua, la Banque tentant de liquider la composante monétaire de ses réserves, celle-ci n'étant pas comptabilisée comme réserve officielle pour couvrir l'émission de monnaie. La Banque n'avait d'ailleurs plus le droit d'acquérir des devises. La quantité d'or qu'elle détenait augmenta fortement à partir de cette période. La part des réserves d'or détenue par la France passa ainsi de 7 % du total mondial en 1926, à 27 % en 1932 selon les chiffres d'Irwin (2010).

Pour expliquer cet afflux massif d'or vers la France, Eichengreen (1986) montre qu'à la suite d'une phase de stabilisation monétaire, la demande de monnaie nationale augmenta. Une des raisons à cela fut notamment, que la baisse de l'inflation anticipée entraîna par la baisse de la vitesse de circulation de la monnaie, une hausse de la demande de monnaie. De plus, cette baisse de l'inflation anticipée conduisit à une hausse des taux d'intérêt réels, rendant les investissements de portefeuille en francs plus attractifs. À cela s'ajouta entre 1926 et 1928, une spéculation sur une stabilisation du franc à la hausse, attirant des capitaux en France. Avec la loi monétaire de juin 1928 rendant aux capitaux leur liberté de mouvement international, la France devint alors selon Eichengreen, un véritable refuge financier. Or, face à cette augmentation de la demande de monnaie, l'offre ne répondit pas. Cette situation eut un effet dépressif sur les prix. Sargent (1986) estime la baisse des prix en France due à l'inadéquation entre offre et demande de monnaie, de l'ordre de 20 % entre juin 1926 et octobre 1927. L'autre conséquence de l'inélasticité de l'offre de monnaie fut donc un afflux massif d'or en France, comme nous venons de le voir.

Il reste à comprendre pourquoi la banque de France refusait de répondre à cette hausse de la demande de monnaie. Pour Eichengreen (1992) cela tient à l'expérience inflationniste de la première moitié des années vingt. En effet, la loi monétaire de juin 1928 rétablissant la convertibilité-or du franc, limitait aussi fortement les opérations d'open market dans le but

d'éviter toute pression inflationniste. Cependant, cette contrainte empêchait grandement la Banque de transférer l'afflux d'or qu'elle recevait en offre de monnaie. La plupart de l'or était donc stérilisé et ne permit pas de répondre à la hausse de la demande. Eichengreen montre également, que parmi les différents instruments dont disposait l'institut d'émission pour influencer les mouvements d'or, c'était essentiellement les politiques d'open market qui avaient une réelle efficacité. Or la banque, par ses statuts, ne pouvait pratiquement pas y recourir. L'or qui affluait en France n'avait donc qu'un impact très faible sur l'offre de monnaie, la plupart de ces entrées étant stérilisées. Une des conséquences fut donc la très forte augmentation du ratio de couverture-or du franc. La loi prévoyait un ratio minimum de 35 %, il était de 50 % en 1930 et à son maximum en 1932, il atteignait 80 %. Et cela, sans prendre en compte les réserves en devise, celles-ci n'étant pas légalement reconnues comme réserves.

Le fort afflux d'or en France entre 1926 et 1932, ne provoqua pas de hausse de prix dans ce pays, la plupart des entrées étant stérilisées. Pour le reste du monde, cette politique eut un très fort effet déflationniste. En effet, l'or qu'accumulait la Banque, correspondait alors à des pertes pour les autres nations. Ces dernières devaient donc contracter leur masse monétaire pour maintenir la convertibilité-or de leurs monnaies. En effet, en étalon de change-or, si le pays recevant de l'or n'était pas obligé de faire varier sa masse monétaire, source d'inflation potentielle et moyen de rééquilibrage des balances, le pays enregistrant une sortie devait lui contracter sa masse monétaire, source de déflation. Pour le pays déficitaire, la stérilisation des sorties d'or était possible, mais à terme, une contraction monétaire était inévitable. S'il tardait trop à la mener, son ratio de couverture chutait, menaçant la convertibilité de sa monnaie.

Cette accumulation d'or par la France et l'effet déflationniste qu'elle engendra pour les autres pays, fut même une des principales impulsions de la grande dépression selon Irwin (2010). Il estime ainsi que la France et les États-Unis furent à eux seuls responsables de la moitié de la déflation enregistrée entre 1929 et 1930 et de 30 % pour celle entre 1931 et 1932, à cause de leurs politiques de stérilisation. Si dans un premier temps l'influence négative française et américaine fut à peu près égale, dans un second temps, ce fut principalement la politique menée par la Banque de France qui fut à l'origine de cette déflation mondiale, toujours selon Irwin (2010).

La politique de stérilisation des entrées d'or menée par la France à partir de la seconde moitié des années vingt après la stabilisation Poincaré, eut alors une puissante influence déflationniste sur le reste du monde. La Banque de France pouvait cependant difficilement limiter cet afflux, ses statuts l'empêchant de mener des politiques d'open market. Ce biais déflationniste statutaire était la conséquence directe de l'expérience inflationniste précédant la stabilisation du franc. Eichengreen (1992) conclut donc que sur la seconde moitié des années vingt, la Banque de France tenta de jouer selon « les règles du jeu » de l'étalon-or, mais ne put pas empêcher l'impact déflationniste de son fonctionnement.

## **I.2 Le choix de la déflation**

Le Royaume-Uni et la France menèrent des politiques déflationnistes. Ces stratégies étaient la conséquence directe des choix, ou expériences vécues, de la première moitié de cette décennie. Pour l'Allemagne et les États-Unis au contraire, l'orientation vers un durcissement des conditions monétaires, source potentielle de déflation, semblait être un choix « conscient ».

### **I.2.1 Le cas de l'Allemagne**

L'Allemagne après une phase d'hyperinflation au début des années vingt, réussit à ancrer sa monnaie sur l'or dès 1924. Pour restaurer la confiance dans sa monnaie, la Reichsbank maintint tout au long de cette décennie un taux d'escompte élevé, toujours supérieur à ceux des États-Unis et du Royaume-Uni. Cette politique, associée à l'obtention de crédits internationaux grâce au plan Dawes, fut une des causes de l'afflux massif de capitaux étrangers dans ce pays. L'Allemagne passa ainsi d'une position de créateur mondial avant-guerre, à celle de premier débiteur international dans l'entre-deux-guerres. Parallèlement à cette situation, la bourse allemande après avoir connu un niveau très faible pendant la phase d'hyperinflation, initia à l'été 1924 une période d'appréciation. Or, à partir d'octobre 1926, Schacht, alors président de la banque centrale allemande, commença à s'inquiéter de cette hausse. En 1927, la Reichsbank mena donc une politique visant à faire éclater cette bulle.

Pour James (1984), trois principales raisons motivèrent l'intervention de la Banque. Il y avait la crainte d'excès spéculatifs qui conduisaient le prix des actions à des niveaux

instables. La seconde raison était que la bourse était accusée d'attirer plus de capitaux que nécessaire et de les divertir d'investissements plus productifs, en particulier industriels. Enfin, les niveaux élevés de la bourse allemande étaient jugés responsables d'attirer massivement des capitaux étrangers à court terme. Or, ceux-ci étaient dangereux, car potentiellement prompts à quitter le pays dès les premiers signes d'un retournement, menaçant la convertibilité-or du mark si douloureusement retrouvée. Voth (2003) souligne l'importance des craintes d'excès spéculatifs dans la décision de la Reichsbank. Selon cet auteur, Schacht considérait qu'un niveau élevé des actions était dommageable pour trois raisons. La hausse des titres était jugée à l'origine de profits rapides et d'effets de richesse qui se traduisaient par une augmentation des importations, notamment des biens de luxe. Or, la balance courante allemande était déficitaire à cette période, il y avait donc une volonté de réduire les importations jugées inutiles. La bonne santé de la bourse allemande pouvait aussi être perçue comme le signal d'une réussite allemande. Schacht craignait que dans le cadre des renégociations du plan Dawes, la charge des réparations allemandes fut alors alourdie. Finalement, le banquier central craignait également une déconnexion entre prix des actions et fondamentaux. Ainsi, face à ce que Schacht percevait comme une menace, la banque centrale agit à la fin de l'année 1926. Pour limiter l'appréciation de la place de Berlin, elle baissa son taux d'escompte d'un point, de 6 à 5 %. Elle convainquit également le gouvernement d'abolir l'exemption fiscale pour les titres émis à l'étranger. Mais ces politiques n'eurent pas les effets escomptés. Le marché des valeurs n'enregistra pas de pause dans son appréciation. La balance des paiements se détériora par contre, menaçant la convertibilité-or du mark. Cette stratégie fit en effet chuter violemment les prêts étrangers à long terme, ceux-ci passant de 800 millions de reichsmarks sur les six derniers mois de 1926, à 200 millions sur la première moitié de 1927. La balance des paiements allemande se dégrada et les réserves en devises diminuèrent de 500 millions sur les deux premiers mois de 1927. Le ratio de couverture du mark, dont le seuil minimum fixé par le plan Dawes était de 40 %, passa de 85 % en janvier 1927, à 65 %. L'accès au crédit se durcit également à la suite de la raréfaction des capitaux étrangers à long terme. L'appréciation boursière se maintint cependant, des capitaux à court terme se substituant en partie à ceux à long terme. La vulnérabilité de la monnaie face à un retrait massif de fonds étrangers s'aggrava alors. Face à cet échec et à la nouvelle

menace sur la parité de sa monnaie, la Reichsbank n'augmenta pas son taux d'escompte, solution préconisée en régime d'étalon de change-or, craignant d'affecter sa réputation, ainsi que d'augmenter l'afflux de capitaux à court terme. Elle choisit au contraire de cibler les banques privées qui prêtaient aux marchés financiers. Pour cela, les banques qui utilisaient des titres comme collatéraux à l'octroi de prêts, furent menacées de ne plus pouvoir accéder aux facilités de réescompte de la banque centrale. Or à cette période, les bilans des banques privées étaient très peu liquides, elles prirent donc cette injonction très au sérieux. Ainsi le 12 mai 1927, les banques berlinoises firent une déclaration commune dans laquelle elles annoncèrent d'importantes mesures pour limiter les prêts adossés à des titres financiers. Le lendemain, le vendredi 13 mai, la bourse chuta de 11 %, le déclin continu de l'indice berlinois était amorcé.

Pour Voth (2003), cet effondrement boursier eut d'importants effets réels, notamment sur l'investissement. Il considère alors que cette crise boursière fut à l'origine du déclenchement précoce de la grande dépression en Allemagne. S'il n'affecta pas la consommation des ménages par un effet de richesse négatif, ce fut grâce à la croissance rapide des salaires allemands, entraînés par un secteur public généreux. Le krach influença cependant fortement à la baisse l'investissement allemand. Entre 1927 et 1929, il déclina de 55 %. Voth explique cela par la montée de l'incertitude que généra l'effondrement boursier, ainsi que par la détérioration du bilan des entreprises et une baisse de la liquidité du marché financier. Ce krach boursier provoqué par l'intervention de la Reichsbank dans le but de dégonfler une bulle financière, qui selon Voth n'en était pas une, précipita l'entrée de l'Allemagne dans la grande dépression, en ayant un fort impact négatif sur l'investissement. Cependant pour l'auteur, même sans cette stratégie, l'Allemagne aurait connu la récession, mais moins rapidement et sûrement légèrement moins intensément.

### I.2.2 Le cas des États-Unis

Début juillet 1927, une réunion privée entre Strong, Norman, Schacht et Rist, alors assistant de Moreau, se tint à Long Island. Cette rencontre avait pour objectif de trouver une solution à la crise qui menaçait le Royaume-Uni. En effet, comme nous l'avons vu, depuis la seconde moitié des années vingt, ce pays connaissait une croissance atone et des menaces continues sur sa balance des paiements, menaçant la convertibilité-or de sa mon-



naie. Or, à la suite de la grande grève de 1926, qui affecta particulièrement le secteur des charbonnages, la balance commerciale anglaise se détériora dangereusement, accentuant la pression sur la livre. Pour contrer ces menaces et le risque d'un abandon de la convertibilité-or du sterling, les dirigeants des principales banques centrales se réunirent. À l'issue de cette réunion, les Anglais décidèrent de durcir légèrement leur offre de crédit domestique, ne pouvant faire plus selon eux, le chômage et la morosité de l'activité étant déjà très élevés. Les Français acceptèrent de reporter la conversion en or de leurs importantes réserves de livres et les Allemands renoncèrent eux aux opportunités d'arbitrages qu'ils auraient pu réaliser. À ces ajustements de faibles ampleurs, les États-Unis répondirent par des mesures bien plus conséquentes. La Réserve Fédérale réduisit son taux d'escompte et se lança dans des achats d'open market de l'ordre de 80 millions de dollars. Le fort relâchement monétaire qu'opéra cette institution, encouragea d'importantes sorties d'or de ce pays, desserrant la contrainte pesant sur le Royaume-Uni. Mais pour Eichengreen (1992), cet assouplissement monétaire américain n'avait pas pour seule origine une volonté de coopération internationale. La production industrielle de ce pays commençait déjà à ralentir en mai 1927. Elle chuta même de 11 % entre cette date et novembre de cette même année. Pour cet auteur, la banque centrale américaine aurait de toute façon diminué son taux d'escompte et cela même sans la demande anglaise.

Parallèlement à cette situation, l'institution monétaire américaine s'inquiétait de plus en plus de la hausse continue de la bourse de New York et voyait dans ce phénomène spéculatif, une des principales menaces à la prospérité du pays (Friedman et Schwartz [1963]). Les sorties d'or enregistrées et la baisse du ratio de couverture-or de la monnaie, s'ajoutèrent à cette crainte et poussèrent alors la banque centrale à renverser sa politique monétaire dès le début 1928. Ainsi le 12 janvier 1928, l'Open Market Investment Committee se réunit et décida de mener des politiques de ventes. Entre janvier et juillet, la Réserve Fédérale vendit pour 393 millions de dollars de titres, ne laissant plus que 80 millions disponibles à la vente. Le taux d'escompte fut aussi relevé, passant de 3,5 à 5 %. Hamilton (1987) calcule que si l'on ajoute à ces politiques, les pertes d'or américaines, principalement vis-à-vis de la France, alors la base monétaire américaine aurait dû diminuer de 12 % entre décembre 1927 et juillet 1928. Si ce ne fut pas le cas et que celle-ci demeura à peu près stable, ce fut grâce à l'augmentation des emprunts des banques privées, qui



recoururent à la facilité d'emprunt, de l'ordre de 561 millions de dollars sur la période. Si malgré la hausse du coût d'escompte, les prêts de la Banque augmentèrent, ce fut dû à la volonté des banques de ne pas réduire leur offre de prêts et cela, malgré les ventes d'Open Market. Les réserves des banques que l'institut d'émission réduisait à travers sa politique d'open market, furent en partie reconstituées par les banques grâce à la facilité d'emprunt. Ce fut ce que Friedman et Schwartz appelèrent l'effet de ciseaux. Ce comportement peut s'expliquer pour Field (1984b) de deux façons. La première, est que les fortes hausses des volumes échangés et les prix des actifs à la bourse de New York, entraînèrent une augmentation de la demande de monnaie pour des motifs de transaction. Ce facteur pousse en général les taux d'intérêt à la hausse. La seconde raison, mise également en évidence par Friedman et Schwartz, est que malgré la hausse des taux d'escompte, les rendements des investissements des banques augmentaient encore plus, les poussant à emprunter toujours plus à la banque centrale. Ainsi selon Hamilton (1987), lorsque le taux d'escompte de la banque centrale passa de 3,5 à 5 %, ceux de " broker " sur la place de New York augmentèrent de 3,6 à 6.87 %.

Ainsi, le durcissement monétaire ralentit le taux de croissance des agrégats monétaires (Hamilton [1987]), et même si la base monétaire ne semblait pas diminuer, la forte demande de monnaie de transaction destinée aux marchés financiers, réduisait celle disponible pour d'autres activités. Cette évolution associée à la hausse des taux d'intérêt, commença alors à ralentir l'activité aux États-Unis. Ainsi dès avril 1929, les membres de l'Open Market Investment Committee s'inquiétèrent du risque que faisait peser sur l'économie le maintien de taux d'intérêt élevés. Ils soulignèrent alors dans un rapport comment de tels taux affectaient l'activité, notamment à travers le déclin du secteur de la construction, le report d'investissements publics et de projets ferroviaires, ainsi que l'impact négatif sur les exportations américaines touchées par la baisse de demande de l'étranger, demande affectée par le durcissement monétaire du pays. Car en plus d'un impact domestique déflationniste, la contraction monétaire qu'opéra la Réserve Fédérale à partir du début 1928, eut d'importantes répercussions internationales. En effet, les États-Unis, alors principal créiteur mondial, en augmentant leurs taux d'escompte, rendirent les investissements nationaux plus rentables que ceux à l'étranger. Les flux de capitaux commencèrent donc à s'inverser. Selon les chiffres cités par Eichengreen (1992), les prêts

nets de portefeuille américains passèrent alors de plus de 1000 millions de dollars en 1927, à moins de 700 millions en 1928 et devinrent même négatifs en 1929, les États-Unis attirant plus de capitaux qu'ils n'en émettaient. Or le coût du service de la dette des emprunteurs s'élevait aux environs de 900 millions de dollars sur cette période. Jusqu'à l'été 1928, l'obtention de nouveaux prêts permettait aux débiteurs d'assurer leurs remboursements. Avec la forte baisse des prêts internationaux, ils durent donc pour honorer leurs engagements, dégager d'importants surplus de leurs balances courantes. Pour cela, ils durcirent considérablement leurs politiques monétaires et budgétaires dans le but de comprimer la dépense domestique et de renforcer ainsi leur balance des paiements. Cette stratégie avait comme conséquence une baisse de la demande de biens d'exportations américains, se rajoutant au ralentissement américain.

Comme nous venons de le voir, à la fin des années vingt, les quatre principales puissances industrielles de l'entre-deux-guerres, se lancèrent dans des politiques déflationnistes. Pour le Royaume-Uni et la France, ces stratégies furent fortement conditionnées par les choix de stabilisation monétaire opérés lors de la première partie de cette décennie. Dans le cas de l'Allemagne et des États-Unis, elles furent plus motivées par la volonté de mettre fin à une spéculation boursière aux possibles effets déstabilisants.

### 1.3 Les conséquences de ces politiques de déflation

Si le monde semblait connaître une certaine prospérité dans la seconde moitié des années vingt, d'importants déséquilibres subsistaient et s'amplifiaient, en particulier à la périphérie du régime d'étalon de change-or. Ces déséquilibres, associés aux politiques déflationnistes menées par les pays au cœur du système monétaire international, allaient alors être à l'origine d'un violent choc déflationniste à la fin de cette décennie.

Les pays à la périphérie accrurent fortement leur endettement international dans les années vingt. Ils importaient massivement des capitaux en provenance des pays industrialisés. Leurs deux principales sources de financement étaient les États-Unis et le Royaume-Uni. Entre 1924 et 1930, neuf milliards de dollars de capitaux se déplacèrent, dont 60 % en provenance des États-Unis et 14 % du Royaume-Uni. Ces chiffres illustrent bien la montée américaine consécutive à la guerre. Ces flux étaient cependant de moindres importances comparés à ceux d'avant-guerre. Ainsi, entre 1911 et 1913, la moyenne annuelle de capi-

taux exportés par la France, l'Allemagne, les États-Unis et le Royaume-Uni, fut de 1,4 milliard de dollars, alors que ces mêmes pays exportèrent en moyenne entre 1924 et 1928, 860 millions de dollars, ou en dollar constant de 1913, 550 millions. Un des principaux destinataires de ces capitaux était l'Allemagne. Le reste s'orientait vers les nations à la périphérie de l'étalon de change-or.

Ces capitaux permirent de soutenir les processus de stabilisation monétaire des pays emprunteurs sous l'égide de la Ligue des Nations, en particulier en Europe Centrale. Ils servirent également à équilibrer leurs balances des paiements, dont la composante commerciale tendait à être déficitaire, sous l'effet de la baisse des prix agricoles et des matières premières. Ces produits constituaient alors la principale ressource de ces pays. En Hongrie par exemple, les denrées alimentaires et les matières premières représentaient 59,9 % des exportations. Ces capitaux permirent aussi de financer les secteurs privés et les déficits budgétaires de certains États, comme en Argentine.

Les nations à la périphérie de l'étalon de change-or dépendaient donc fortement de ces capitaux étrangers pour maintenir leur équilibre externe. Pour de nombreux pays, notamment en Europe Centrale, ils étaient aussi à la base du soutien de l'activité économique. Dans cette région, le modèle de banque dominant était celui de la banque universelle, les dépôts étrangers permettaient donc de financer les crédits à long terme des banques privées aux entreprises, ainsi que leur détention de titres de participation. La Hongrie, la Pologne et la Yougoslavie par exemple, importèrent plus de 194 millions de dollars de capitaux en 1927 et 242 millions en 1928, soit 10,9 % du flux net total mondial (Aldcroft 1977).

Les politiques déflationnistes menées par les quatre nations les plus puissantes, en plus de déprimer l'activité dans leurs pays, notamment au Royaume-Uni, en Allemagne et aux États-Unis, eurent un impact très fort sur le reste du monde à travers plusieurs canaux.

L'un fut le canal du commerce international. En contractant leur activité interne, les pays industrialisés diminuèrent leurs importations. Comme celles-ci correspondaient à des exportations pour les autres États, il y eut donc une tendance à une détérioration des balances commerciales pour les partenaires économiques des pays déflationnistes. Mais ce mécanisme de transmission du choc déflationniste ne fut cependant pas d'une forte ampleur dans un premier temps, l'activité en France, aux États-Unis ou au Royaume-

Uni, ne commençant à se contracter qu'au plus tôt en 1929.

Le principal canal par lequel se transmet la déflation au reste du monde, fut par le biais de l'étalon de change-or. En effet, comme nous venons de le voir, la France et les États-Unis, par leurs politiques déflationnistes, attiraient massivement de l'or et stérilisaient en grande partie cet afflux. Or, dans un tel régime monétaire, les entrées d'or d'un pays correspondent à une sortie pour les autres. Cela bien sûr en faisant exception de l'augmentation du stock d'or due à son extraction minière. Le pays enregistrant une sortie d'or peut lui aussi contrer son effet sur sa masse monétaire en stérilisant cette sortie. Cette politique ne peut cependant être menée indéfiniment, le ratio de couverture de la monnaie diminuant. À terme, la menace d'inconvertibilité de la monnaie ou d'une dévaluation risque d'entraîner des sorties d'or, ou une conversion massive de la monnaie, précipitant sa chute. Ainsi, sous l'étalon de change-or, toute sortie d'or entraîne à terme une contraction monétaire, c'est-à-dire la déflation. Ce mécanisme ne poserait pas de problème si tous les pays suivaient les « règles du jeu » imposées par ce système monétaire. En effet, le pays enregistrant une entrée d'or devait au contraire voir sa masse monétaire augmenter, source d'inflation, laissant ainsi la masse monétaire mondiale inchangée. Or, à la fin des années vingt, la France et les États-Unis ne jouèrent pas selon ces règles. Une des autres conséquences qu'entraînèrent ces politiques déflationnistes dans un tel système monétaire, fut qu'elles tarirent la source du financement international. Comme nous venons de le voir, le Royaume-Uni et les États-Unis étaient alors les deux principaux prêteurs internationaux. Or ce dernier, en augmentant son taux d'escompte, rendit ses placements financiers domestiques plus intéressants que ceux étrangers. Les États-Unis réduisirent alors considérablement leurs exportations de capitaux. Les prêts de portefeuille américains passèrent de plus de 1000 millions en 1927, à 700 millions en 1928. Ils devinrent même négatifs en 1929.

La stabilité extérieure des pays emprunteurs commença à être menacée. En effet, pour beaucoup d'entre eux, ces capitaux permettaient souvent d'équilibrer leurs balances des paiements. Avec la fin des prêts américains, cette situation était compromise. De plus, ces prêts servaient aussi pour certains pays à financer les prêts déjà en cours, le coût total du service des dettes en dollar s'élevant à 900 millions. Face à l'effondrement du financement extérieur, les pays emprunteurs devaient augmenter leurs excédents courants,

pour maintenir l'étalon de change-or et servir leurs dettes. Pour cela, il était nécessaire qu'ils compriment leurs dépenses domestiques et augmentent leurs taux d'intérêt. Ces politiques avaient cependant d'importants effets déflationnistes. Eichengreen (1992) calcule alors l'évolution du taux de croissance de l'offre de monnaie (M1) par zones géographiques. Entre 1927 et 1928, ce taux diminua de 2 % aux États-Unis et au Canada, de 4 % en Europe et de 5 % en Amérique Latine. Entre 1928 et 1929, la chute fut de 5 % pour ces trois zones.

L'étalon de change-or de l'entre-deux-guerres fut donc l'un des principaux mécanismes par lesquels les politiques déflationnistes menées par les pays industrialisés se transmièrent au reste du monde. Cependant, déterminer la contribution de chacun de ces pays à la déflation reste difficile. Pour Irwin (2010), les États-Unis et la France furent à l'origine d'importantes pressions déflationnistes par le biais de leurs politiques de stérilisation entre 1928 et 1930. Pressions déflationnistes exercées dans des proportions équivalentes. En 1931 et 1932, l'influence principale provint de la France. Hamilton (1987) souligne aussi le rôle particulier des États-Unis et de la France. Bernanke et Mihov (2000), par une analyse de différents ratios monétaires, arrivent aux mêmes conclusions. De même pour Eichengreen (1992). Mais ce dernier minore le rôle de la France, en justifiant son attitude par une plus grande adhérence aux « règles du jeu » de l'étalon-or, contrairement aux États-Unis. Pour Temin (1989), si les quatre principaux pays industriels furent aussi à l'origine de pressions déflationnistes, il souligne le rôle particulier de l'Allemagne et des États-Unis. Cependant, les explications mettant en avant l'avènement de ce phénomène comme la conséquence des seules politiques américaines, comme le firent Friedman et Schwartz (1963), sont aujourd'hui rejetées. Ritschl et Woiker (2000) par exemple, montrent que le durcissement de la politique monétaire américaine à l'été 1929, fut insuffisant pour expliquer à lui seul le retournement dans ce pays. De plus, de nombreux pays comme l'Allemagne, la Pologne, le Brésil, l'Argentine ou l'Australie, entrèrent en récession avant les États-Unis.

## II Le déclenchement de la dépression

Les politiques déflationnistes indépendamment menées par les quatre principaux pays industrialisés à la fin des années vingt, se transmièrent au reste du monde à travers le

système monétaire international d'étalon de change-or. Cette fin de décennie fut donc marquée par une tendance généralisée de contractions monétaires. Pour de nombreux auteurs tels Temin (1989), Eichengreen (1992), Hamilton (1987), *etc.*, ce fut cette inclination qui fut directement à l'origine de la grande dépression. Ces auteurs, s'ils s'accordent sur le rôle déterminant de ces pressions déflationnistes dans le cadre de l'étalon de change-or, ne soulignent cependant pas avec la même intensité les différents facteurs à l'origine du déclenchement de la crise. Leurs analyses sont néanmoins convergentes et semblent plus se compléter que s'opposer. Dans cette section, nous verrons donc comment, à partir de l'environnement déflationniste qui se mit en place à la fin des années vingt, la crise des années trente éclata.

## II.1 La périphérie touchée

Comme nous l'avons vu précédemment, les pays à la périphérie étaient fortement dépendants des importations de capitaux en provenance notamment des États-Unis. Mais dès le début de l'année 1928, la Réserve Fédérale durcit sa politique monétaire, tarissant la principale source de financement externe de ces pays. Les capitaux américains en trouvant de meilleures opportunités de placements domestiques, abandonnèrent la périphérie. Les flux en provenance des États-Unis vers le reste du monde se contractèrent alors violemment.

Les États débiteurs ne furent cependant pas touchés identiquement. Ainsi, si les émissions de titres aux États-Unis en direction de l'Allemagne et de l'Amérique du Sud s'effondrèrent très rapidement, celles à destination du Canada et de l'Amérique Centrale se maintinrent presque. En effet, pour cette dernière région, des traités ou occupations militaires de ces pays, permettaient à Washington de contrôler les finances de Cuba, de la République Dominicaine, de Haïti et du Nicaragua. Les prêts accordés par le secteur privé étaient donc garantis par le gouvernement américain. Ces nations profitèrent alors d'un report partiel des fonds destinés à l'Amérique du Sud. Le cas du Canada fut quelque peu différent. Cet État fut fortement affecté par le durcissement monétaire américain de 1928, mais lorsque les prêts américains reprirent temporairement en 1930, sa proximité économique et le peu de risque de défaut qu'il présentait, lui permirent d'avoir à nouveau accès à cette source de financement.

Le coût du service des emprunts en dollar s'élevait aux environs de 900 millions de dollars par an. Pour certains pays, assurer le remboursement de leur dette extérieure passait par l'obtention de nouveaux prêts. Or, à partir de 1928, cela ne fut plus possible. Il devenait donc nécessaire pour ces nations d'opérer un important ajustement de leur balance courante, afin de dégager des ressources pour assurer leurs engagements. Ce fut en particulier le cas de la Bolivie et du Chili, dont l'endettement extérieur représentait respectivement 237 % et 121 % de leurs exportations en 1930. L'Allemagne avait également atteint un très fort taux d'endettement à cette période et se plaçait comme premier débiteur international. La compétitivité de ses exportations lui permit cependant de maintenir le service de sa dette. En plus de ces contraintes sur leur endettement extérieur, la stabilité monétaire des pays de la périphérie commençait à être menacée. En effet, les capitaux qu'ils recevaient leur permettaient pour la plupart d'équilibrer leurs balances des paiements, leurs balances courantes pouvant être en déficit. Ce danger s'accrut dans la seconde moitié des années vingt à cause de la baisse tendancielle des prix agricoles et des matières premières. L'effondrement de ces prix dans les derniers mois de l'année 1929 accentua cette tendance, ajoutant à la détresse de ces nations. Ainsi, les balances courantes de ces pays spécialisés dans les exportations de matières premières ou agricoles, se détériorèrent. L'arrêt des mouvements de capitaux internationaux détériora donc le solde de leurs balances des paiements. Si à court terme les sorties d'or pouvaient être stérilisées, à moyen terme, la convertibilité de leurs monnaies était menacée.

L'arrêt des financements américains à la suite du durcissement de la politique monétaire de la Réserve Fédérale entraîna donc pour de nombreuses nations périphériques, des risques d'insolvabilité et d'inconvertibilité. Face à cette situation, ces États eurent trois options possibles selon Eichengreen (1992). La première était d'accroître considérablement leurs exportations et de comprimer leurs importations. Ces nations pouvaient ainsi dégager les devises nécessaires au service de leurs dettes et à la défense de leurs parités-or. Elles devaient alors réduire leurs dépenses publiques et augmenter leurs taxes. La seconde solution était de faire défaut sur les dettes extérieures, et de consacrer leurs devises à la défense de l'étalon de change-or et à leurs importations primordiales. Cette option impliquait cependant de ne plus pouvoir accéder aux marchés de capitaux internationaux par la suite. Enfin, la dernière alternative était de quitter l'étalon de change-or. Cette issue

permettait d'éviter de devoir comprimer les dépenses internes pour soutenir la monnaie, les exportations étaient favorisées et les importations découragées. Le service de la dette redevenait possible grâce à ces nouvelles ressources, si l'effet de richesse de la dévaluation était inférieur aux gains des exportations. En effet, la dépréciation monétaire entraînait une hausse de la dette extérieure exprimée en monnaie nationale. Mais si la baisse du taux de change permettait une hausse des exportations et de l'activité suffisante pour compenser la perte due à la dette, alors cette solution pouvait être avantageuse. Mais un autre risque lié au flottement de la monnaie était que l'étalon de change-or ne jouerait plus son rôle de garant de l'ordre financier. Des dérives budgétaires et monétaires pouvaient être à craindre, affaiblissant ainsi la confiance des investisseurs étrangers.

Jusqu'en 1929, ce fut la première option qui fut adoptée par la majorité des pays débiteurs. Ainsi, l'Australie, le Brésil, la Bulgarie, la Grèce, la Hongrie, *etc.*, tentèrent de renforcer leurs balances commerciales pour assurer le remboursement de leurs dettes étrangères et maintenir la convertibilité de leur monnaie. Ces nations menèrent alors des politiques déflationnistes, qui s'ajoutèrent à celles conduites dans les pays industrialisés. Certaines enregistrèrent en conséquence un déclin de leur activité. L'Australie et les Indes Orientales Néerlandaises entrèrent en récession à la fin de l'année 1927, l'Allemagne et le Brésil en 1928 et l'Argentine, le Canada et la Pologne, dès la première moitié de l'année 1929. Mais à l'été 1929, les prix des matières premières s'effondrèrent. Les stratégies suivies par ces États se compliquèrent donc. En effet, comme ceux-ci tiraient leurs principales ressources de l'exportation de matières premières, avec la forte baisse de leurs prix, la stratégie consistant à renforcer leurs exportations pour maintenir leur stabilité financière devint plus difficile. Le Brésil par exemple, exportait principalement du café. Or, le cours de ce produit chuta de 50 % au cours de la grande dépression. Comme le service de sa dette représentait 20 % de ses exportations, ce pays devait doubler ses volumes d'exportations pour continuer à servir sa dette. De même en Argentine, la valeur des exportations baissa de 32 %. Le service de la dette extérieure rapporté aux exportations passa alors de 7,9 % en 1927, à 22,5 % en 1930. Ceux de la Bolivie et de l'Australie passèrent eux respectivement de 6,1 % et 17,6 %, à 24,5 % et 25 %, toujours entre 1927 et 1930. Il atteignit même 48 % cette année-là en Hongrie. Face à ces chutes de prix, ces pays eurent de plus en plus de mal à assurer le service de leurs dettes et à maintenir la convertibilité de leurs monnaies. Ils



durent finalement se résoudre à opter pour la deuxième ou la troisième option. L'Australie, l'Argentine et le Brésil suspendirent donc la convertibilité de leur monnaie dès la fin 1929. Ces trois nations choisirent de quitter l'étalon de change-or, car elles ne disposaient plus des ressources nécessaires pour défendre leurs monnaies et rembourser leurs dettes. Elles recoururent à cette solution plutôt qu'à celle du défaut souverain, en espérant ainsi pouvoir continuer à accéder aux marchés de capitaux internationaux, une fois les tensions passées. En abandonnant la convertibilité-or, elles pouvaient réserver leurs réserves d'or et de devises au service de leurs emprunts. La crainte de représailles économiques, en particulier celles de la fermeture de leurs accès aux marchés d'importations américains, les poussa également à ne pas répudier leurs dettes. De plus, la plupart de ces pays, notamment l'Argentine, avaient déjà une tradition de suspension de leurs parités-or en réaction aux perturbations des marchés internationaux de capitaux. L'abandon de l'étalon de change-or permettait aussi à ces pays de déprécier leurs monnaies et ainsi de favoriser leurs exportations. Les nations d'Amérique Latine n'avaient pas connu d'hyperinflation dans les années vingt, contrairement à celles d'Europe Centrale ou de l'Est. Ces premières n'accordaient donc pas à l'or les mêmes vertus stabilisatrices face au chaos du flottement que ces dernières. Mais lorsqu'en 1931 les prêts extérieurs américains cessèrent totalement, après une légère reprise en 1930, avec l'aggravation de leur situation, les pays débiteurs se tournèrent vers la troisième option, celle du défaut souverain. Ainsi, la plupart des pays d'Amérique Latine, excepté l'Argentine, firent à partir de cette année défaut sur leur dette extérieure.

Les politiques déflationnistes menées à la fin des années vingt dans les pays industrialisés, ainsi que la forte dépendance des régions périphériques aux capitaux étrangers, cela associé au régime d'étalon de change-or, entraînèrent la périphérie de ce système dans la grande dépression. Face à cette situation, ces nations accentuèrent la déflation de leurs économies pour maintenir leur adhésion à ce régime et continuer à servir leurs dettes extérieures. Mais avec l'aggravation de leur situation, notamment due à l'effondrement des prix des matières premières et agricoles, ces pays furent contraints d'abandonner la convertibilité-or de leurs monnaies. Cette réponse à la crise fut adoptée dans l'espoir de pouvoir à terme, de nouveau accéder à des financements extérieurs. Pour cela, le maintien du service de la dette étrangère était essentiel. Or, avec l'arrêt définitif en 1931 des

prêts internationaux américains, cet espoir n'était plus possible. Comme la situation de cette région continuait à se dégrader sous l'effet de la baisse continue des exportations, la plupart de ces nations arrêtaient de servir leur dette extérieure et firent défaut.

## II.2 La crise au cœur du système

### II.2.1 Le cas américain

Comme nous l'avons vu précédemment, à partir de 1928 la politique monétaire de la Réserve Fédérale se durcit. Ce changement de politique fut notamment souligné par Friedman et Schwartz (1963), ainsi que Hamilton (1987). Pour Field (1984b), les effets de cette politique furent fortement amplifiés par la hausse des valeurs boursières à Wall Street, responsable d'une augmentation de la demande de monnaie de transaction, tarissant encore plus la liquidité dans les autres secteurs. Il souligne d'ailleurs le caractère élevé des taux d'intérêt à cette période. Ce point est partagé par Temin (1989) et Friedman et Schwartz. Mais à partir d'avril 1929, les membres de l'Open Market Investment Committee s'inquiétèrent de l'effet de ces taux sur l'activité. Or en juin 1929, le pic de production américain fut atteint et en septembre la bourse s'effondra. Les auteurs précédemment cités attribuent alors à ce durcissement monétaire, le rôle principal dans le retournement de la conjoncture aux États-Unis. Ce résultat est également confirmé par Bernanke et Mihov (2000), qui décomposent le stock de monnaie américain en différents ratios et montrent l'évolution de la base monétaire et des composantes du multiplicateur monétaire. Ils soulignent l'importance du caractère discrétionnaire de la politique monétaire de la Réserve Fédérale au cours de la dépression américaine. Ritschl et Woiker (2000) montrent cependant que le revirement monétaire de la banque centrale ne fut pas suffisamment fort pour expliquer à lui seul l'entrée en crise de ce pays. Temin (1989) et Eichengreen (1992) pointent donc un autre facteur déterminant dans le basculement américain, sans pour autant nier l'importance de la politique monétaire discrétionnaire. Pour ces deux auteurs, le retournement américain serait aussi dû aux politiques déflationnistes menées à l'échelle mondiale. Le ralentissement économique et les tensions sur les balances des paiements qui opéraient à travers le monde, auraient affecté l'économie américaine à travers une baisse de la demande d'exportations. En effet, les pays exportateurs de produits primaires enregistraient déjà une diminution de leurs revenus et tentaient de comprimer leurs importations.

Les exportations de marchandises par les États-Unis commencèrent ainsi à décliner dès mars 1929.

L'entrée en récession des États-Unis à l'été 1929 peut donc être considérée comme la conséquence des politiques de contraction monétaire menées par la banque centrale américaine à la fin des années vingt et de l'environnement déflationniste mondial qui s'était développé.

### **II.2.2 Le cas allemand**

À la suite de la politique de lutte contre la spéculation menée dès 1927 par Schacht et qui conduisit au krach de la bourse de Berlin en 1928, l'investissement s'effondra, déclinant de 55 % entre 1927 et 1929. Le taux de croissance réel de l'économie allemande passa de 14 % entre 1926 et 1927, à 1,5 % entre 1927 et 1928. À ces politiques déflationnistes menées par la banque centrale, s'ajouta à partir du troisième quart de l'année 1928, l'effondrement des prêts américains à destination de l'Allemagne, alors premier débiteur mondial. Ce changement ne fut cependant pas fatal à l'Allemagne dans un premier temps. En effet, la charge de sa dette rapportée à ses exportations demeurait plus faible que celles des autres nations endettées en monnaie étrangère. De plus, comme elle était spécialisée dans les biens manufacturés, elle ne souffrit pas d'une détérioration des termes de l'échange, au contraire. En 1928, la Reichsbank releva son taux d'intérêt à 7 %, puis à 7,5 % en 1929, soit bien au-dessus des autres pays industrialisés. Cela lui permit d'attirer à nouveau des capitaux à court terme, mais cette fois-ci principalement en provenance de France. Ce durcissement monétaire fut également accompagné à partir de l'été 1928 par une forte contraction des dépenses publiques. Entre 1925 et 1927, l'Allemagne avait accumulé d'importants déficits publics, facilités par leur financement par des emprunts à l'étranger. Or avec l'assèchement des marchés de capitaux internationaux, ce pays dut réduire ses dépenses publiques. Il ne parvint pas cependant à les éliminer totalement, notamment à cause de l'existence de programmes d'assurances sociales. La stratégie allemande était motivée par la perspective d'une renégociation des réparations dans le cadre du plan Young, alors en négociation. De plus, sortir de l'étalon de change-or comme l'avaient déjà fait certaines nations d'Amérique Latine, était difficilement envisageable pour ce pays, les craintes d'un retour de l'hyperinflation en cas d'abandon de l'or étant encore vives. L'Allemagne réussit

cependant entre 1927 et 1928, à augmenter le revenu de ses exportations de 14 %, alors que le revenu national stagnait. L'adoption du plan Young en avril 1930, offrit à ce pays une baisse de ses transferts annuels au titre des réparations, ceux-ci passant de 2,5 milliards de reichsmarks à 2 milliards. Un nouveau prêt de 1,2 milliard lui fut aussi accordé. La pression sur la balance des paiements allemande, fortement grevée par le service de la dette extérieure, s'atténuait quelque peu avec la réduction de ses annuités et l'appréciation de sa balance commerciale.

### II.2.3 La France

La France fut une des rares nations à ne pas être encore entrée en récession en 1930. Elle continua à recevoir un important afflux d'or jusqu'à la fin de l'année 1930. Ces flots limitèrent la hausse des taux d'intérêt, augmentèrent la quantité de monnaie détenue et permirent de maintenir la demande et les prix à des niveaux élevés. En conséquence, les importations de la France demeurèrent soutenues, alors que le reste du monde diminuait les siennes, réduisant donc les exportations françaises. La balance commerciale de ce pays se détériora en conséquence. Son déficit passa de 4 % des importations en 1928, à 12 % en 1929 et 18 % en 1930. Cette dégradation ne fut cependant pas suffisante pour endiguer l'accumulation de capitaux. Comme nous l'avons vu précédemment, la majorité de cet afflux était stérilisé par la Banque de France. Cette politique était d'ailleurs critiquée par les commentateurs étrangers et notamment ceux anglais. Ces derniers accusaient l'institut d'émission de ne pas jouer selon les règles du jeu et ils espéraient alors que la Banque relâche ses conditions de crédit interne. Cela n'était cependant pas à l'ordre du jour en France. Le gouvernement craignait en effet un retour de l'inflation si la politique monétaire était relâchée. Le Conseil des Régents s'inquiéta d'ailleurs dès janvier 1930, de possibles menaces inflationnistes dues à l'abondance de monnaie dans le pays. De plus, les hommes politiques considéraient la déflation comme nécessaire, la dépression trouvant pour eux son origine dans les politiques monétaires expansionnistes conduites grâce à l'accumulation de réserves en devises. La liquidation de ces réserves et la déflation qui y était associée, permettaient un ajustement nécessaire. Et même si la Banque de France avait souhaité transférer à l'économie cette manne d'or, elle n'aurait certainement pas pu y arriver, ses nouveaux statuts limitant très fortement sa capacité à mener des opérations

d'open market. Mais en 1930, contrairement au reste du monde, la France était alors encore prospère, ce qui la confortait dans sa stratégie.

### **III L'approfondissement de la dépression**

#### **III.1 Les conséquences des défauts sud-américains**

Alors que la plupart des observateurs s'attendaient à une reprise rapide de l'activité comme en 1920-1921, une série de défauts et un approfondissement de la crise eurent lieu à la périphérie en 1931 comme nous venons de le voir. La relative détente des taux d'intérêt sur les principales places financières à ce moment ne profita pas à ces nations. Le lourd service de la dette dont elles devaient s'acquitter conduisit certaines nations d'Amérique Latine à faire défaut sur leurs dettes extérieures. Ainsi en janvier 1931, la Bolivie arrêta ses remboursements. La plupart des États sur ce continent firent alors de même. Parmi les principaux débiteurs sud-américains, seule l'Argentine continua à honorer ses engagements. Pour les pays prêteurs, la fin de ces remboursements entraîna des pertes récurrentes d'entrées de capitaux. En effet, comme ils avaient fortement diminué leurs offres de fonds depuis 1928, leurs balances des capitaux étaient maintenant excédentaires, car principalement composées de flux de remboursements. Leurs balances des paiements se fragilisèrent alors encore un peu plus. Pour le Royaume-Uni par exemple, l'effondrement des intérêts et dividendes perçus de l'étranger représenta la composante de sa balance des paiements qui chuta le plus. Cette série de défauts porta également un coup fatal au marché des capitaux internationaux. Alors que celui-ci avait timidement repris en 1930, ces défauts anéantirent toute nouvelle possibilité de recourir à un financement externe. Et même si les cessations de paiements impliquaient principalement des pays d'Amérique Latine, les autres débiteurs, notamment en Europe Centrale et de l'Est, ne purent plus accéder à ces marchés. La situation de cette partie de l'Europe se dégrada alors encore plus et des crises financières commencèrent à éclater.

### III.2 Les crises financières en Europe Centrale

À partir du printemps 1931, l'Europe Centrale fut touchée par de profondes crises financières. L'Autriche, La Hongrie et l'Allemagne furent successivement atteintes. Une des particularités de cette région qui se retrouva au cœur de ces crises, fut son système bancaire organisé sur le régime de banque universelle. Les banques fondées selon un tel modèle, en plus de remplir la fonction traditionnelle d'une banque, c'est-à-dire transformer des dépôts à court terme en prêts à long terme (comité de Bâle [2008]), ces banques détenaient également des titres de participation dans les entreprises auxquelles elles fournissaient des crédits. Ce système bancaire particulier est considéré comme avantageux à long terme pour le développement industriel, car il permettrait de fournir aux investisseurs, ici les banques, une information de qualité sur les industries concernées et sur les conditions de marché. Or, ce système de banque universelle fut considérablement détérioré dans ces pays par l'hyperinflation des années vingt. Après la phase de stabilisation monétaire, le bilan des banques s'était réduit à environ un tiers ou un cinquième de leur valeur d'avant-guerre. La rapide reprise économique qui suivit s'appuya donc fortement sur des prêts étrangers à court terme aux banques. Celles-ci prêtaient ensuite aux entreprises à long terme, ou acquéraient des titres de participation. La croissance des firmes de cette région reposa donc sur l'endettement bancaire. Ainsi l'endettement moyen par rapport aux capitaux propres passa entre 1926 et 1929, de 60,9 % à 80,3 % en Hongrie et de 65,1 % à 88,9 % en Allemagne. Dans les pays exportateurs de capitaux, on assistait au mouvement inverse, les firmes tendaient à se désendetter. Aux États-Unis, ce taux passa de 65,9 % à 60,9 % et au Royaume-Uni, de 58 % à 50,3 % (James [2001]). Ce mode de financement de la croissance de l'activité s'exposait alors à deux principales menaces, un arrêt des flux de capitaux externes et une baisse des prix provoquant la chute des titres financiers, donc des collatéraux des banques. Dans ces cas, l'offre de crédits bancaires aurait été fortement touchée, ainsi que la solvabilité du système. La baisse des marchés de capitaux internationaux à partir de 1928, puis leur effondrement en 1931, accentuèrent les pressions sur ces régimes bancaires. À ces tensions s'ajouta une baisse continue des prix, menaçant là aussi les systèmes financiers d'Europe Centrale. C'est ainsi qu'à partir du printemps 1931, diverses crises financières éclatèrent dans cette région.

### III.2.1 Le cas de l'Autriche

L'Autriche fut le premier pays touché. En plus des effets dévastateurs de l'hyperinflation, son système bancaire avait été fortement atteint par le démembrement de l'ancien Empire austro-hongrois. Après une reprise rapide, le pays avait été touché par la dépression, affaiblissant son secteur bancaire à la suite de la baisse de prix et de la raréfaction des capitaux étrangers. Ainsi le 11 mai 1931, le Credit Ansalt, la plus importante banque de dépôt autrichienne, annonça au gouvernement d'importantes pertes cumulées sur plusieurs années. Cette banque avait activement participé au mouvement de fusions bancaires pendant les années vingt et sa taille avait atteint des proportions gigantesques. Elle finançait plus de 60 % de l'industrie du pays. Son bilan était en 1930 aussi important que l'ensemble des dépenses du gouvernement central. L'effondrement de cette institution était donc impossible au regard des effets dévastateurs qu'il pouvait provoquer. Le gouvernement autrichien et la Banque Nationale vinrent donc à son secours. Les dirigeants politiques permirent alors à la banque centrale d'acheter des titres de la banque pour permettre sa recapitalisation. La Banque Nationale escompta également des effets sur l'ensemble du système bancaire. En effet, le public jugeait les pertes annoncées par le Credit Ansalt sous-estimées et commençait à se méfier de l'ensemble des banques. Un vaste mouvement de retrait des dépôts par les résidents et les étrangers se déclencha alors. Les Autrichiens, se remémorant l'hyperinflation de la première moitié des années vingt, liquidèrent leurs dépôts et se tournèrent vers l'acquisition de biens. Cet élan fut encouragé par la forte hausse de la circulation des billets, consécutive à l'action de la banque centrale. La circulation des billets augmenta de 25 % entre le 7 mai et la fin de ce même mois. Ces chiffres n'avaient plus été atteints depuis la période d'hyperinflation. Cette augmentation du nombre de billets en circulation, en plus d'un début de fuite devant la monnaie, fit chuter le taux de couverture monétaire. Mais l'institut d'émission, à la suite de sa politique de stérilisation menée depuis 1924, disposait d'amples réserves avant le déclenchement de la crise. Elles étaient alors estimées à 72 % des engagements de la Banque. Cependant cette baisse du ratio de couverture faisait douter de l'engagement de l'État à défendre la convertibilité-or du schilling. Les détenteurs de monnaie nationale commencèrent à l'échanger contre des devises comme la livre ou le dollar. Cette situation fut accentuée par le retrait de dépôts français d'Autriche, à la suite de la révélation d'une

tentative d'union douanière entre ce pays et l'Allemagne. Cette démarche était considérée par la France comme un premier pas vers la répudiation du traité de Versailles. La banque centrale autrichienne commença alors à enregistrer une diminution de ses réserves. Celles-ci fondirent d'un tiers en mai 1931. Le niveau de réserve était aussi menacé par le déficit structurel de la balance commerciale autrichienne. Avec l'effondrement des entrées de capitaux à court terme, la balance des paiements n'était plus équilibrée, ajoutant alors à l'hémorragie de réserves. La situation de l'Autriche était également assombrie par les déficits budgétaires de l'État. Les dépenses fédérales étaient passées de 6,3 % à 9,1 % du produit national brut entre 1923 et 1929, et de 3,1 % à 6,5 % pour celles des gouvernements locaux (James, 2001). Cette hausse correspondait principalement à des dépenses d'investissements, de pensions et aux programmes sociaux mis en place après la stabilisation monétaire. Les déficits qui résultèrent de la hausse de ces dépenses ne furent pas favorables à un retour de la confiance dans la situation financière de l'Autriche.

Face à la défiance envers la solvabilité du système bancaire et de l'État, ainsi que la menace sur la convertibilité-or de la monnaie, la Banque Nationale agit. Elle sollicite dans un premier temps un prêt étranger pour restaurer la confiance. Mais alors que la Banque de France avait donné son accord le 15 mai, le gouvernement français de Pierre Laval souhaite y associer des engagements diplomatiques et notamment l'abandon du projet d'union douanière entre l'Autriche et l'Allemagne. Une mésentente sur les quotes-parts attribuées à chaque prêteur le retarda encore. Finalement, trois semaines plus tard, 14 millions de dollars furent disponibles pour l'Autriche par l'intervention de la Banque des Règlements Internationaux. Cette aide arriva cependant tardivement et fut dissipée en moins d'une semaine. Elle était de plus relativement faible au regard des 100 millions de dollars de créances étrangères sur le Credit Anstalt. Un deuxième prêt fut alors négocié, mais seuls les Anglais y souscrivirent, pour un montant de 4,3 millions. La Banque Nationale augmenta également son taux d'escompte dans l'espoir de limiter les sorties de capitaux. Cependant là aussi, le délai de réaction fut trop long. La première hausse eut lieu le 8 juin, soit plus d'un mois après le déclenchement de la crise, faisant passer le taux de 5 à 6 %. Il faudra attendre le 23 juillet pour que ce taux atteigne 10 %. Eichengreen (1992) souligne cependant le danger que des hausses de taux trop importantes et trop rapides peuvent avoir. En effet, les investisseurs pourraient alors considérer cela comme



un signe de faiblesse et accentuer donc les sorties de capitaux. Dans le cas de l'Autriche, ces deux mesures furent insuffisantes pour rétablir la situation. Un contrôle des changes fut alors imposé. S'il permit de mettre fin à la fuite des capitaux et des réserves du pays, il n'empêcha pas les résidents de transférer leurs schillings en devises. Un accord fut donc pris avec les principales banques pour limiter les possibilités de conversions. Le schilling devint alors inconvertible aussi de manière externe qu'interne, l'Autriche n'appartenait plus à l'étalon de change-or.

### **III.2.2 Le cas de la Hongrie**

La Hongrie connut une évolution assez similaire à celle de l'Autriche. Les déficits budgétaires y étant peut-être plus marqués. Ce pays avait mis en place un système de soutien des prix du blé. Avec la baisse des cours mondiaux, ce dispositif se révéla très coûteux pour l'État. La balance commerciale souffrait également d'une forte détérioration des termes de l'échange, la Hongrie étant spécialisée dans les exportations de produits agricoles. La situation de ce pays au début de l'année 1931 était donc fragilisée. De plus, le Credit Anstalt détenait de nombreuses participations, voire le contrôle, des plus grandes banques hongroises. Lorsque ses difficultés furent révélées et que la situation se dégrada en Autriche, les investisseurs étrangers et les résidents liquidèrent leurs dépôts des banques et sortirent leurs capitaux du pays. Dès la mi-mai, la plupart des banques hongroises étaient sous la menace de « runs ». La banque centrale vint au secours des banques en pratiquant un escompte généreux. Cela favorisa cependant des sorties massives de capitaux, épuisant les réserves de l'institut monétaire. La Banque des Règlements Internationaux accorda un prêt de 10 millions de dollars fin juin, mais celui-ci s'épuisa rapidement. Le gouvernement ferma alors les banques et la bourse en juillet. Il ne les rouvrit qu'après avoir gelé les dépôts étrangers et imposé un contrôle des changes. La Hongrie quitta donc elle aussi le régime d'étalon de change-or au cours de l'été 1931.

### **III.2.3 Le cas de l'Allemagne**

Si les crises financières autrichiennes et hongroises semblaient avoir les mêmes origines et suivirent des développements similaires, la crise allemande de l'été 1931 fut quelque peu différente, bien que ces trois pays aient des structures bancaires proches. Temin et

Ferguson (2003) résumant les différentes analyses de cette crise et présentent également la leur. Selon eux, trois explications ont en été faites. L'une d'elles, correspond à une approche internationale et est soutenue par des auteurs comme Kindleberger (1976) et Eichengreen (1992). James (1984) et Balderston (1977, 1983) présentent une seconde version. Finalement, une troisième est développée par Temin et Ferguson (2003).

Les théories de Kindleberger (1976) et d'Eichengreen (1992) peuvent être présentées comme des approches internationales. En effet, ces auteurs soulignent l'importance de l'endettement international à court terme dans le déclenchement de la crise allemande. Cette situation se rapprocherait donc de celle de l'Autriche. Vers le milieu de l'année 1930, la moitié des dépôts dans les banques allemandes était détenue par des étrangers, rendant ainsi la position de ce pays précaire face à un choc de confiance. Cette situation était aggravée par la faiblesse de la balance des paiements. En effet, même si la balance commerciale était positive, les excédents qu'elle dégagait ne permettaient que de couvrir le paiement des réparations allemandes, mais pas ceux associés au service de la dette commerciale. L'Allemagne devait donc compter sur des entrées de capitaux pour soutenir son équilibre externe. L'incertitude politique à la suite de la dissolution du Reichstag en septembre 1930 et l'apparition du parti nazi comme deuxième force politique, ainsi que la grande détresse économique du pays, plus de 30 % de chômeurs, chute de trois quarts de la production industrielle depuis 1928, minèrent la confiance des investisseurs étrangers. Les entrées de capitaux firent alors place à des sorties nettes. La situation des banques se dégradait encore plus. Avec les tensions naissantes en Autriche, et bien que le Credit Anstalt avait peu d'influence sur la situation des banques allemandes, les investisseurs étrangers prirent cela comme un signal, et liquidèrent aussi leurs dépôts en Allemagne. La Reichsbank soutint dans un premier temps le système bancaire par sa politique de réescompte. Mais à partir de la mi-juin, la Banque avait épuisé ses réserves excédentaires et atteignit la limite du ratio de couverture autorisé de 40 %. Son action de soutien prit donc fin. Mais la situation des banques continua à se détériorer. Elles durent alors restreindre leur soutien à l'activité. En juillet, l'entreprise Nordwolle fit faillite. Cette firme dépendait principalement de la Danat Bank pour son financement. Cette nouvelle provoqua alors un « run » sur cette institution. Pour éviter la contagion à d'autres banques, la banque centrale garantit dans un premier temps les dépôts de la Danat Bank et obligea les autres

banques à fermer leurs guichets. Mais la faiblesse des réserves de la Reichsbank l'empêcha de poursuivre cette politique de garantie des dépôts. Elle laissa alors la Danat Bank faire faillite et permit la réouverture des autres banques en août, après avoir gelé les dépôts étrangers et concentré les réserves de change disponibles à la banque centrale. En septembre, des mesures plus restrictives sur les mouvements financiers internationaux furent passées. L'Allemagne exerçait alors un contrôle des changes, mettant de ce fait fin à l'étalon de change-or. Pendant cette période de crise, le gouvernement avait tenté d'obtenir une aide extérieure sous la forme des prêts internationaux. Il en obtint un mi-juin, de 100 millions de dollars de la part de la France, du Royaume-Uni, des États-Unis et de la Banque des Règlements Internationaux. Ce prêt permit de restaurer une légère confiance, mais la faillite de Nordwolfe peu de temps après, épuisa cette ressource. Une nouvelle aide fut alors réclamée. Mais la France, à la suite des déclarations du chancelier Brüning, craignait que l'Allemagne renonce aux réparations. Elle ne souhaitait donc pas renouveler son aide. De plus, les Américains et les Anglais estimaient qu'un nouveau financement ne servirait qu'à payer les réparations allemandes dues à la France et ne résoudrait donc pas la situation. Ils proposèrent donc un moratoire sur les réparations. La France refusa. Le temps que les négociations se poursuivent, l'Allemagne avait établi un contrôle des changes et donc abandonné l'étalon de change-or.

La crise allemande puisa donc ses sources pour des auteurs comme Eichengreen ou Kindleberger, dans la sphère internationale. Des dettes extérieures à court terme élevées, une crise de confiance dans le pays, méfiance amplifiée par la situation autrichienne, entraînèrent une faillite du système bancaire puis de la monnaie. Le manque de coopération internationale fut également un élément important dans la non-résolution de cette crise.

James (1984) et Balderston (1977, 1983), soulignent quant à eux, la nature plutôt interne de la crise allemande. Pour ces deux auteurs, l'origine de cette faillite tint principalement à la mauvaise santé du système bancaire allemand. L'élément déclencheur fut alors le retrait des dépôts étrangers. Ces mouvements provoquèrent des « runs » sur les banques allemandes, les conduisant à la faillite. Balderston souligne notamment l'incapacité des banques allemandes à reconstituer leurs réserves auprès de la banque centrale ou de l'étranger.

Pour Temin et Ferguson (2003), les origines de la crise allemande seraient plutôt

d'ordre politique. Ces auteurs ne sont pas d'accord sur la description du système bancaire faite par James ou Balderston. Pour eux, celui-ci était en relativement bonne santé. Si les banques finirent par s'effondrer à l'été 1931, ce fut à la suite d'une crise monétaire qui détériora leur situation. Mais à l'origine, elles ne présentaient pas de faiblesses marquées. Pour Temin et Ferguson, la crise allemande serait donc principalement une crise monétaire. Ces deux auteurs analysent la situation allemande en 1931 de la façon suivante. Les déficits budgétaires étaient élevés depuis l'entrée en crise du pays en 1927-1928. La dette publique était passée de 15 millions de reichsmarks en mars 1928, à plus de 24 millions en 1931. L'économie était également en mauvaise posture, avec plus de 30 % de chômeurs, 20 % de travail partiel et un effondrement des trois quarts de la production. Face à cela, le chancelier Brüning menait une politique visant à réduire les dépenses de l'État. Il diminua les salaires des fonctionnaires et réduisit les transferts aux länder. Cette politique provoqua cependant le mécontentement des députés et le Reichstag dut être dissous. En septembre 1930, les nouvelles élections firent apparaître le parti nazi comme la deuxième force politique du pays. L'incertitude qu'entraînèrent les résultats de ce scrutin amena les investisseurs étrangers à retirer leurs fonds d'Allemagne. Les sorties de capitaux provoquèrent un amenuisement des réserves de la banque centrale. Au début de l'année 1931, la politique menée par le chancelier semblait cependant porter ses fruits. Le chômage commença à reculer lentement et la bourse à s'apprécier doucement. Les déficits publics demeuraient cependant conséquents. Des prêts obtenus auprès de la Banque de France et de la Banque d'Angleterre permirent à l'Allemagne d'éviter la faillite. La politique de réduction des dépenses continua aussi. Mais lorsque Brüning révéla ses projets d'union douanière avec l'Autriche, les financements étrangers se tarirent. À partir d'avril 1931, le gouvernement ne pouvait plus obtenir de prêt pour combler ses déficits. La méfiance envers la solvabilité allemande reprit de plus fort. Les capitaux quittèrent encore plus le pays et les réserves excédentaires de la Reichsbank s'épuisèrent. Le chancelier profita alors de cette situation pour dénoncer une nouvelle fois les réparations et déclara que le pays ne pourrait plus les payer. Un retrait massif des dépôts étrangers suivit, ces déclarations ayant ravivé le doute sur la capacité de l'Allemagne à rembourser également sa dette privée. Lorsque les banques affectées par les retraits des déposants étrangers se tournèrent vers la banque centrale pour que celle-ci leur vienne en aide, cette dernière ne put répondre à

leur demande. Ses réserves étaient épuisées et les déclarations du chancelier l'empêchaient d'obtenir une aide extérieure. La Danat Bank particulièrement touchée par ses retraits fit alors faillite, entraînant le système bancaire allemand avec elle. Le gouvernement dut mettre en place un contrôle des changes pour stopper la panique, l'étalon de change-or allemand prenait ainsi fin. La crise financière allemande eut donc pour Temin et Ferguson une origine interne, et dépendit plutôt de facteurs politiques qu'économiques. Elle correspondit finalement plus à une crise monétaire qu'à une crise bancaire.

### III.3 Le cas du Royaume-Uni

Le Royaume-Uni fut le suivant à être touché. Mais la crise prit une tournure différente de celles qui affectèrent l'Europe Centrale. La particularité de la situation anglaise fut que son système bancaire résista à cette épreuve. Le Royaume-Uni endura une crise de change qui l'amena à quitter l'étalon de change-or en septembre 1931, mais ne subit pas de crise bancaire. Ses banques survécurent alors à cette crise financière. Si certaines furent particulièrement atteintes, les banques d'affaires et les banques anglaises privées opérant à l'étranger notamment, les principales banques commerciales réussirent à traverser la crise. Ceci fut particulièrement vrai pour les cinq plus grosses banques, les « big five », représentant plus de 80 % des dépôts du pays. Pour Billings et Capie (2011), cela tint notamment à la structure bancaire particulière du pays. En effet, celle-ci était dominée par cinq grandes banques commerciales, dont les activités étaient diversifiées sectoriellement et géographiquement. Elles avaient mené des politiques prudentes et étaient suffisamment capitalisées au déclenchement de la crise. Leurs actifs étaient également plus liquides. La Banque d'Angleterre joua aussi un rôle dans la résistance du système bancaire. Grâce à son expérience, cette institution usa de sa fonction de prêteur en dernier ressort, dans les limites imposées par l'étalon de change-or, pour soutenir le système bancaire anglais. Les banques anglaises ne présentaient donc pas à cette période, les mêmes faiblesses que les systèmes bancaires étrangers qui succombèrent. Ces fragilités que les banques anglaises évitèrent peuvent être résumées de la sorte, une mauvaise gouvernance, une banque centrale ne remplissant pas son rôle de prêteur en dernier ressort, une forte dépendance envers les dépôts étrangers et des banques commerciales trop spécialisées. Le Royaume-Uni présentait de plus, des caractéristiques qui firent défaut ailleurs, comme un système

liquide et suffisamment capitalisé. La solidité de la structure bancaire britannique permit donc à cet État d'éviter une crise bancaire. Il ne réussit cependant pas à éviter une crise de change.

Eichengreen (1992, 2003) et Eichengreen et Jeanne (2000) décrivent la crise de change qui frappa le Royaume-Uni en 1931. La balance des paiements anglaise présentait une faiblesse récurrente, la balance commerciale étant continuellement déficitaire. La balance des invisibles permettait cependant d'attendre l'équilibre et de financer les prêts à l'étranger. Cette dernière était notamment composée des revenus financiers, ceux du transport maritime et des intérêts et dividendes perçus de l'étranger. Or, entre 1930 et 1931, toutes les composantes de cette balance faiblirent. Les défauts des pays d'Amérique Latine et le gel des dépôts en Europe Centrale contribuèrent particulièrement à la faire chuter. La Banque d'Angleterre commença donc à perdre des réserves. Parallèlement à cette situation, le budget de l'État, toujours excédentaire dans la décennie précédente, excepté en 1926, devint déficitaire entre 1930 et 1931. L'augmentation considérable des dépenses des fonds d'assurance chômage due à la hausse massive du nombre de chômeurs, fut responsable de ces déficits. La dégradation du solde budgétaire et de celui de la balance des paiements, associée à l'aggravation des crises en Europe Centrale, entraîna une montée de la méfiance envers la capacité du Royaume-Uni à garantir sa convertibilité-or. Les entrées de capitaux à court terme dont dépendait cette nation déclinèrent, tandis que les réserves de la banque centrale continuaient à diminuer. Le gouvernement tenta alors de ramener le budget à l'équilibre. L'objectif était de montrer l'attachement du pays à l'orthodoxie financière et ainsi renforcer la confiance des agents. Un retour de l'équilibre budgétaire aurait de plus provoqué une baisse de la demande et donc des importations, améliorant l'équilibre extérieur. Le gouvernement pensait ainsi emprunter plus facilement à l'étranger. Cependant, le parti du Labour alors au pouvoir, ne détenait pas une majorité suffisante pour gouverner seul. Il était allié au parti Libéral. Ces deux groupes ne parvinrent pas à s'entendre sur les mesures nécessaires pour restaurer l'équilibre budgétaire. Ce dernier souhaitait des baisses des salaires du secteur public et des indemnisations des chômeurs, mais le parti des travailleurs s'y opposait. Le Labour préconisait une augmentation des taxes et la mise en place d'un tarif. Mais là aussi, le parti allié refusait cet accord. Finalement, certaines mesures passèrent, mais elles restèrent largement insuffisantes pour

ramener le budget à l'équilibre. Le gouvernement finit par tomber le 23 août. Il fut remplacé par un Gouvernement National, dans lequel le pouvoir était également partagé entre les deux partis dominants. Les nouvelles mesures qu'ils appliquèrent parurent crédibles et permirent ainsi à l'État d'emprunter 200 millions de livres à la banque J. P. Morgan et un montant équivalant à la Banque de France. Mais face à l'ampleur des pertes de la Banque d'Angleterre, ces dispositions semblèrent insuffisantes. L'hémorragie de réserves se poursuivit. Une hausse des taux d'intérêt aurait pu être décidée et ainsi attirer les capitaux étrangers. La banque centrale recourut cependant peu à cette stratégie. Elle attendit la fin juillet pour augmenter son taux à deux reprises, le passant de 2,5 % à 3,5 %, puis à 4,5 %. Elle n'utilisa plus par la suite cet instrument, jusqu'à ce que la parité-or de la livre soit abandonnée. Pour expliquer cette inaction de la Banque, certains auteurs mirent en avant la santé défaillante de son banquier central, le gouverneur Norman. Mais Eichengreen et Jeanne (2000) montrent que cette inertie fut plutôt la conséquence d'un choix. Un arbitrage eut lieu entre le coût des politiques d'austérité, c'est-à-dire une montée du chômage et une économie plus déprimée et les bénéfices du maintien d'une réputation d'intégrité financière. Or, le taux de chômage des travailleurs assurés était déjà de plus de 20 % à cette époque. La fragilité politique du gouvernement en place et les importantes tensions sociales qui avaient marqué les années vingt anglaises, amenèrent le gouvernement à ne pas souhaiter détériorer encore plus l'économie britannique. La politique de taux d'intérêt de la banque centrale fut donc limitée face à la crise et ne permit pas d'endiguer les pertes de réserves. Cependant, cette réticence à mener une politique de taux plus agressive, éroda la confiance dans la volonté du gouvernement de défendre la convertibilité de sa monnaie. La méfiance grandissait et les pertes de réserves s'accroissaient. Le Royaume-Uni dut finalement abandonner l'étalon de change-or le 19 septembre 1931, les réserves de sa banque centrale étant presque épuisées.

### III.4 Les États-Unis

Au début de l'année 1931, l'économie américaine donna quelques signes de reprise. Cet espoir ne fut cependant que de courte durée. Dès le mois d'avril, l'activité reprit sa marche vers les abîmes. La chute dura alors jusqu'en juillet 1932. Au cours de ces quinze mois, la production industrielle déclina de 43 %, finissant par atteindre moins de la moitié

du niveau de juillet 1929. Le chômage touchait alors plus de 24 % de la population active. L'index des prix de production avait lui aussi chuté d'au moins 40 %.

L'exacerbation de la crise aux États-Unis fut en grande partie due aux paniques bancaires qui frappèrent ce pays. Friedman et Schwartz (1963) en recensent quatre épisodes. Deux eurent lieu avant les troubles monétaires européens, en octobre 1930 et mars 1931. Les deux derniers survinrent à l'été 1931 et lors de l'investiture de Roosevelt en mars 1933. Wicker (1980) ou Temin (1989) contestent cette chronologie. Pour ce dernier, la première panique bancaire mise en évidence par Friedman et Schwartz, correspondrait seulement à un mouvement isolé. Deux importantes banques firent faillite, ayant juste un impact très localisé et n'entraînant pas de modification du taux d'évolution de l'offre de monnaie ou des taux d'intérêt. La seconde légère augmentation du nombre de faillites bancaires ne serait qu'un retour à un taux de défauts usuel, après une période d'accalmie. Le pourcentage de banques ayant fait faillite sur la période 1930-1933 atteint cependant selon les chiffres de Bernanke (1983), 5.6 % lors de la première panique, 10.5 % pour la seconde, 7.8 % pour la troisième et 12.9 % pour la dernière. Les banques en activité à la fin de l'année 1933, ne représentaient plus que la moitié de celles existantes en 1929.

Les paniques bancaires furent pour Friedman et Schwartz une des principales explications de la profondeur de la crise américaine. Elles affectèrent l'activité selon ces deux auteurs de deux façons. La première, en réduisant la richesse des parties prenantes de la banque. En effet, lorsqu'une banque fait faillite, ses actionnaires et les déposants notamment, subissent une perte. Le second canal et certainement le plus important, fut celui de la réduction de l'offre de monnaie. Les déposants face à une multiplication des faillites, réduisaient leurs dépôts par crainte de subir des pertes. Le ratio des dépôts par rapport à la monnaie chuta, réduisant le multiplicateur monétaire. Pour un niveau de base monétaire donné, l'offre de monnaie était réduite. Bernanke (2000) en gardant la même approche que les deux auteurs précédents, souligne l'impact négatif de ces paniques par des effets non monétaires. En effet, lors de la faillite d'une banque, la relation prêteur-emprunteur est détruite. Il y a donc une destruction d'information. Or la reconstruction de cette information a un coût, que les firmes dont la taille est insuffisante pour se financer sur les marchés financiers doivent supporter. Les paniques bancaires entraînent donc une hausse des coûts d'intermédiation, donc de l'inefficience. Temin (1989) met quant à lui



en avant leur impact sur les anticipations des agents. Ceux-ci seraient passés à la fin de 1930, d'une situation d'incertitude, au pessimisme, les faillites des banques jouant un rôle dans cette évolution des « mentalités ».

Le déclenchement de paniques bancaires à l'automne 1931, suivi de la faillite de nombreuses de ces institutions, provoqua donc l'approfondissement de la dépression aux États-Unis. La Réserve Fédérale n'intervint cependant pas face à cette crise bancaire. Pour Friedman et Schwartz (1963), l'inaction de la banque centrale tint principalement à la mort de Strong. Le décès de ce banquier central priva la Banque d'un de ses dirigeants les plus influents et les plus clairvoyants. Bradford De Long (1990) souligne lui, la domination des théories de la liquidation à l'époque, ainsi que l'influence de la crise de 1921, qui avait connu une sortie de crise rapide. Wheelock (1991) et Calomiris (1993), appuient eux la mauvaise interprétation des conditions monétaires alors prévalentes. Wheelock note aussi le rôle des dissensions et de la concurrence entre les différentes banques fédérales. À ces entraves s'ajouta à partir du milieu de l'année 1931 pour Eichengreen, la contrainte de l'étalon de change-or, empêchant la Banque de jouer son rôle de prêteur en dernier ressort sans menacer la confiance dans la parité-or du dollar.

À partir de début 1933, une nouvelle série de faillites bancaires toucha les États-Unis. Pour Friedman et Schwartz (1963), ce fut alors la quatrième et dernière que connut ce pays au cours de la grande dépression. Eichengreen (1992) explique le déclenchement de cette crise par les effets cumulatifs de la récession sur le système bancaire américain et surtout par les anticipations d'une dévaluation du dollar, qui se développèrent. En effet, après plus de trois années de baisse des titres et obligations et de nombreux défauts, la santé financière des banques s'était fortement dégradée. De plus, sous la pression de certains membres du Congrès, les noms des banques ayant reçu l'aide du Reconstruction Finance Corporation commencèrent à être révélés en novembre 1932. Cette pratique fut généralisée au début de l'année 1933. Mais pour Eichengreen, si ces facteurs furent déterminants dans le déclenchement de cette quatrième crise bancaire, ils ne furent cependant pas suffisants pour l'expliquer entièrement. L'élément clé dans cette crise fut alors l'anticipation d'une dévaluation du dollar. Entre l'élection de Roosevelt et la date de sa prise de pouvoir, les anticipations d'une baisse du dollar s'accrochèrent. Les particuliers retiraient leurs dépôts des banques pour les convertir en or. Les banques centrales étrangères qui détenaient

des dollars transféraient également leurs avoirs en or. Les réserves de la banque centrale américaine s'amenuisèrent. Ces anticipations résultaient de l'incertitude sur les mesures que prendrait le nouveau président une fois investi. Sa volonté de restaurer les prix en vigueur en 1929, mais l'indétermination des moyens qu'il mettrait en œuvre pour y parvenir, attisèrent les craintes d'une dépréciation monétaire (Wicker [1971]). Ces peurs étaient accentuées par les projets d'amendements proposés par des sénateurs d'États ruraux, comme Elmer Thomas ou John Simpson. Ils soumirent en effet l'idée de réduire la teneur en or du dollar de 33 %, ou d'émettre de la monnaie non couverte. Ces propositions ne furent cependant pas acceptées. Le contexte international poussait également à l'abandon des politiques coopératives à la suite de la forte baisse de la livre au printemps 1932, baisse qui menaçait les exportations américaines, et après le défaut de la France sur ses dettes de guerre en décembre de la même année.

Les tensions sur le système bancaire apparurent alors dans l'État agricole du Michigan. Dès le 14 février, son gouverneur déclara une vacance bancaire (« bank holiday ») d'une semaine pour mettre fin aux « runs » qui menaçaient les banques et notamment l'Union Guardian Trust Company of Detroit. Cette décision selon Silber (2009), au lieu d'empêcher une panique, confirma les craintes du public et précipita une ruée nationale vers la liquidité. Cela entraîna à l'échelle du pays une très forte augmentation des fermetures bancaires et des restrictions sur les retraits de dépôts. Dès le 2 mars, onze États avaient déclaré un « bank holiday » et d'autres avaient mis en place des systèmes de limitation des retraits (Eichengreen [1995]). Friedman et Schwartz comptabilisent eux, que plus de la moitié des États avaient déclarés des vacances bancaires. La difficulté dans l'estimation des fermetures des banques tient à leur caractère plus ou moins officiel. La Banque de Réserve de New York subit aussi d'intenses pressions sur ses réserves d'or. En effet, en plus des demandes des retraits des déposants domestiques des banques de son district, elle devait faire face à celles des déposants étrangers, dont la majorité des dépôts étaient détenus par des banques new-yorkaises. Le 4 mars, le ratio de couverture de la banque centrale atteignit 44 %, mais celui de sa banque de New York était déjà en dessous du minimum légal de 40 %. Jusqu'à cette date, les banques de réserves régionales en difficulté avaient pu compter sur l'aide de celles ayant encore des réserves excédentaires, notamment celle de Chicago. Mais avec la généralisation des « runs » et faillites bancaires, la coopération

entre Réserves s'arrêta. Roosevelt fut finalement contraint à peine au pouvoir, de déclarer un « bank holiday » le 5 mars, prenant effet le 6 et pour une période de quatre jours. Le 9 mars il ne rouvrit pas les banques, mais prolongea leur fermeture de trois jours et demanda aux deux chambres du Congrès de voter une législation d'urgence lui permettant de réguler, voire d'interdire, l'exportation et la thésaurisation de l'or et de l'argent. Le Congrès vota alors ce jour l'Emergency Banking Act. Ce texte permettait au président de fermer, rouvrir, ou liquider toute institution financière et d'interdire la détention d'or. Un des éléments également essentiels de cette loi, fut d'accorder à la banque centrale la possibilité d'émettre de la monnaie « d'urgence », couverte par des titres de la dette fédérale, c'est-à-dire non garantie par de l'or. Le 13 mars, les banques de réserve fédérales reprirent leur activité, ainsi que les banques privées qui y furent autorisées. Seulement la moitié des banques rouvrit, mais elles contrôlaient 90 % des dépôts. Les ruées bancaires cessèrent et les Américains restituèrent les dépôts qu'ils avaient retirés. Deux semaines plus tard, plus de la moitié des montants soustraits étaient reconstitués. De même le 15 mars, jour de réouverture des bourses, au New York Stock Exchange, le Dow Jones Industrial Average augmenta de 15,34 %. La fermeture généralisée des banques, l'Emergency Banking Act et sa garantie morale des dépôts pour les banques vérifiées, semblaient donc avoir été efficaces pour apaiser les craintes et restaurer la stabilité du système bancaire. Les gages qu'avait donnés le gouvernement sur le caractère temporaire de ces mesures, notamment en matière de contrôle de la détention et des exportations d'or et devises, avaient donc été jugés crédibles. De plus, bien que les banques fussent toujours limitées à leur réouverture dans leur libre capacité à mener des opérations en devise et en or, les paiements, or ou devise, à destination des gouvernements étrangers, des banques centrales ou de la Banque des Règlements Internationaux étaient toujours exécutés, les licences nécessaires pour les réaliser étant continuellement accordées.

Ainsi, malgré ces écarts aux règles élémentaires de l'étalon-or, ce régime monétaire n'était pas aboli et les craintes d'une dévaluation du dollar se dissipèrent. Les flux d'or et de monnaie internes et externes s'inversèrent alors et la stabilité financière fut restaurée. Pour Eichengreen, cette rapide dissipation des tensions financières tint à la nature particulière de cette crise. Comme elle fut déclenchée par des anticipations d'une dévaluation de la monnaie, une fois que celles-ci se retournèrent, la crainte d'une baisse du dollar

s'écartant, les sorties d'or prirent fin et se transformèrent en entrées, restaurant la stabilité financière.

Cependant, ce regain d'intérêt pour la détention de dollars ne semblait pas partagé par tous selon Eichengreen. La Banque de France par exemple, continua de liquider ses dollars tout au long des mois de février, mars et avril. Malgré cela, la monnaie américaine se renforçait. Mais à la mi-avril, la situation se dégrada de nouveau. Le taux de change du dollar chuta en dessous du point d'exportation d'or. Pour tenter de contrer cette dépréciation, le Trésor américain autorisa des exportations d'or. Ainsi entre le 15 et le 17 avril, plus de 9 millions de dollars d'or furent transférés à la France. Ces mesures n'entraînèrent pas néanmoins de raffermissement de la monnaie. Eichengreen analyse ce retournement monétaire par une modification des anticipations des agents. Ces derniers s'attendaient à un changement des politiques suivies par le gouvernement. Roosevelt qui était encore indécis mi-mars, parut opter à partir de cette date pour une dévaluation du dollar. Vers la mi-avril, le marché était au courant de cette décision et le dollar s'affaiblit. Au même moment au Congrès, des sénateurs tentèrent de permettre la frappe illimitée d'argent avec le Wheeler Amendment to the farm bill. Cette proposition fut rejetée de justesse. Le 18 avril, Roosevelt apporta alors son soutien à une mesure plus modérée, le Thomas Amendment to the Agricultural Adjustment Act. Celui-ci donnait notamment la possibilité au président d'obliger la banque centrale à acheter jusqu'à trois milliards de dollars de titres d'État. Si celle-ci s'y opposait, il pouvait permettre l'émission de trois milliards de dollars, les greenbacks étaient de retour. Il avait l'autorité de réduire la valeur en or du dollar, c'est-à-dire de dévaluer directement la monnaie. La frappe d'argent était également possible. Le même jour, après avoir exigé le 5 avril par décret que le public remette à la banque centrale l'or qu'il détenait, il interdit le 18 avril, les exportations privées d'or. À partir de cette date, le dollar n'était donc plus convertible en or, sauf pour les banques centrales. Il se mit donc à flotter. La dévaluation du dollar fut formalisée le 12 mai lorsque le président signa le Thomas Amendment. À la fin du mois de juillet, la monnaie américaine avait perdu 60 % de sa valeur. Enfin, le 1er février 1934, une nouvelle valeur en or fut définie à 35 dollars l'once, contre 20,67 précédemment. Notons, que le 16 juin 1933, le Banking Act ou Glass-Steagall Act fut voté. Cette loi contenait deux dispositions majeures, la mise en place d'une assurance fédérale des dépôts bancaires et

la séparation entre banques commerciales et banques d'investissements.

Nous venons ainsi de voir comment la grande dépression se déclencha à partir d'un environnement déflationniste dû aux politiques menées à la fin des années vingt par les quatre pays les plus industrialisés. Les pressions déflationnistes qu'exercèrent ces pays se transmièrent au reste du monde à travers l'étalon de change-or. Les pays de la périphérie, notamment en Amérique Latine, furent les premiers à devoir abandonner ce système monétaire, tant les tensions qu'il exigeait pour être maintenu étaient fortes. Puis à partir de l'année 1931, la périphérie européenne et l'Allemagne durent également quitter ce régime, frappées par d'intenses crises financières. La pression se porta ensuite sur le Royaume-Uni, qui enlisé depuis presque une décennie déjà dans la déflation, ne pouvait l'approfondir toujours plus pour maintenir l'or. Il abandonna alors l'étalon de change-or à son tour en septembre 1931, emmenant de nombreux autres pays. Les États-Unis, malgré l'intensité de la crise qu'ils subirent, réussirent à préserver leur attachement à l'or quelques années de plus, mais finirent par y renoncer également en 1933. Certaines nations comme la France, la Belgique, la Suisse, les Pays-Bas et la Pologne maintinrent encore leurs parités-or, mais elles aussi durent les quitter en 1935 et 1936.

Un facteur apparaît alors en filigrane dans les différentes expériences que connurent ces pays face à la grande dépression. L'endettement public. Les nations de la périphérie, en Amérique Latine et en Europe Centrale, étaient lourdement endettées envers l'extérieur. Le ralentissement de l'activité et l'arrêt des financements internationaux les contraignirent alors à quitter l'étalon de change-or, incapables de servir leurs dettes. L'Allemagne, elle aussi fortement endettée vers l'extérieur, fut frappée intensément par la crise et ne put plus assurer les charges de sa dette. Elle abandonna alors également ce régime monétaire. Le Royaume-Uni, qui n'avait pas liquidé sa dette héritée de la guerre, et dont les politiques déflationnistes des années vingt avaient alourdi le poids réel, ne put poursuivre ces politiques, sans risquer de voir sa solidité budgétaire et son activité définitivement s'effondrer, lorsqu'il fut frappé par la crise. Il quitta alors à son tour l'étalon de change-or. Les États-Unis, dont l'endettement domestique était beaucoup plus modéré, et qui ne présentaient pas de dette extérieure, réussirent donc à maintenir l'or plus longtemps. Mais l'intensité de la crise qu'ils endurèrent les poussa alors à s'y soustraire en abandonnant ce régime monétaire. En le quittant, ils firent défaut sur leur dette domestique en dénonçant sa clause-or comme nous le verrons. Pour Reinhart et Rogoff (2010a), cette décision était

nécessaire pour permettre à ce pays de mener par les suites des politiques de reflation.

Nous allons donc tenter de comprendre dans la seconde partie, les mécanismes par lesquels l'endettement public influença la crédibilité des accords monétaires dans l'entre-deux-guerres.





## Deuxième partie

### Les mécanismes de l'influence de l'endettement public sur les accords monétaires



---

Nous venons de voir comment l'étalon-or émergea dans la seconde moitié du XIX<sup>e</sup> siècle, affronta la Première Guerre mondiale et dut alors être suspendu pour être rétabli sous la forme de l'étalon de change-or au cours des années vingt. Il fut alors rebâti sur de nouvelles fondations, héritages de la Grande Guerre. Wolf (2010) souligne trois de ces conséquences qui marquèrent ainsi l'entre-deux-guerres. L'une correspondit aux évolutions de l'environnement politique, la montée des revendications sociales au niveau national, et les tensions entre nations à celui international. Une autre de ces conséquences fut le souvenir de l'inflation des années vingt, fruit du financement de la guerre, qui restreignit les politiques monétaires. Enfin la troisième, concernait la question toujours en suspens, des dettes et réparations héritées de la guerre. L'étalon de change-or, forme d'union monétaire internationale comme le décrivent Bordo et James (2014), était alors source de contraintes. Contraintes macroéconomiques et politiques. Or, les bouleversements de la Première Guerre mondiale les avaient rendues moins supportables. Lorsque la Grande Dépression se déclencha et se diffusa à l'ensemble du monde, elles devinrent, en concomitance avec l'approfondissement de la crise, insoutenables. Si les deux premières conséquences de la guerre sont considérées comme déterminantes dans le processus d'abandon de l'étalon de change-or, comme nous allons le voir dans un premier temps, l'importance de la troisième, c'est-à-dire l'influence de l'endettement public, dont celui légué par le conflit mondial, dans la fin de ce système monétaire, n'est que peu mise en avant. Nous verrons donc dans un second temps, comment la dette publique put alors conduire à l'abandon de ce régime. Cette démonstration sera illustrée par le cas de la France au cours de la crise. Nous utiliserons également un modèle de durée pour tenter de mettre en avant l'influence de l'endettement public sur le temps de maintien de l'étalon de change-or face à la grande dépression. Puis dans un troisième temps, nous verrons qu'à la suite de l'effondrement de l'étalon de change-or, de nombreuses nations mirent en place de nouvelles formes d'accords monétaires, sur une base régionale, donc plus restreinte. Nous étudierons alors comment ces blocs monétaires se formèrent au cours des années trente.



## CHAPITRE 1

# Les facteurs traditionnels expliquant la fin de l'étalon de change-or

---



# I L'impossible maintien du régime d'étalon de change-or

## I.1 De multiples raisons

L'étalon-or ne survécut pas à la grande dépression. Sa fin est souvent datée à l'abandon de ce système monétaire par le Royaume-Uni, en septembre 1931. Ainsi, en considérant le retour à la convertibilité-or de ce pays en 1925, comme date de début de l'étalon de change-or, et pour la fin de ce régime, celle de son abandon par ce même pays, ce système n'aura alors duré que six années. Nous pouvons donc nous demander pourquoi ce système monétaire fondé sur l'or fut de si courte durée, en comparaison à l'étalon-or classique qui prévalut avant-guerre. Différents arguments ont alors été mis en avant pour expliquer la moindre solidité de ce système par rapport à son prédécesseur d'avant-guerre. Nous pouvons distinguer dans ces faiblesses, celles inhérentes à sa structure et à son fonctionnement, de celles propres aux mécanismes de régulation de ce régime.

### I.1.1 Les fragilités d'un étalon de change

Comme nous l'avons précédemment vu, l'étalon-or de l'entre-deux-guerres reposait plus sur les réserves en devises que celui d'avant-guerre, faisant de ce régime un étalon de change-or. Mais comme l'a montré Triffin dès 1947, si un tel système monétaire permettait de limiter le besoin global d'or, il était cependant porteur d'une instabilité structurelle. Les pays dont la monnaie servait de réserve devaient maintenir sa valeur et sa crédibilité, ce qui tendait à limiter son émission. Mais les besoins de liquidités pour les transactions internationales, ou la constitution de réserves, poussaient au contraire à une création monétaire plus large, menaçant de ce fait la confiance dans ces monnaies, leurs liens avec l'or étant alors plus lâches. Les nations qui utilisaient ces devises comme réserves n'avaient pas de moyens de pression, d'action, sur les politiques des pays émetteurs de réserves internationales. Elles ne pouvaient alors pas contrôler la « qualité », ou la quantité des monnaies qu'elles avaient adoptées pour gager les leurs. De plus, en cas de menace sur la convertibilité-or d'une monnaie de réserve, sa liquidation contre de l'or menaçait à la fois le pays émetteur, principalement les États-Unis et le Royaume-Uni au cours de l'entre-deux-guerres, qui devaient alors fournir de l'or contre sa monnaie, mais également le

système dans son ensemble, par le fort effet déflationniste que cette destruction monétaire entraînait. L'existence de plusieurs monnaies de réserve aggravait par ailleurs la pression sur les pays émetteurs. En effet, en cas de défiance vis-à-vis de l'une, il était plus facile de l'abandonner pour passer à l'autre, exacerbant encore plus la pression sur la devise déjà en difficulté. Ainsi, avec le déclenchement de la grande dépression, la confiance dans les monnaies de réserve s'effondra, et les pays qui les utilisaient liquidèrent cette composante de leurs réserves. Selon les chiffres de Nurkse (1944), la part des réserves de change dans le total des réserves des banques centrales, passa de 37 % à la fin de l'année 1930, à 13 % fin 1931, et 11 % fin 1932. Cette réduction draconienne de la composante en change des réserves exerça un profond effet déflationniste sur le monde, accentuant de ce fait la dépression, rendant ainsi le maintien de la convertibilité-or plus difficile, les actifs garantissant la monnaie se réduisant. Pour le Royaume-Uni, puis les États-Unis, cette liquidation entraîna de fortes tensions sur leurs stocks d'or respectifs, et donc sur la convertibilité-or de leurs monnaies.

### I.1.2 Les déséquilibres des parités de change

Une autre imperfection de l'étalon de change-or soulignée dans la littérature et à l'origine de sa ruine, fut les déséquilibres des parités de change et les politiques qui s'ensuivirent. Lorsqu'au cours des années vingt, les nations avaient rétabli leurs parités-or, certaines avaient réussi à le faire au niveau d'avant-guerre alors que d'autres non. Le Royaume-Uni qui était dans ce premier cas voyait cependant sa monnaie surévaluée d'environ 5 à 15 % selon les estimations (Keynes [1925], Redmond [1984]). Au contraire, la France, dont la monnaie avait été stabilisée à un niveau déprécié, environ 80 %, voyait le franc quelque peu sous-évalué selon ces mêmes auteurs. Ces différences de parités allaient alors accentuer les problèmes d'équilibres externes des nations concernées. Le Royaume-Uni par exemple, voyait sa compétitivité dégradée par rapport à ses partenaires commerciaux, ce qui aggravait son déficit courant. Il était ainsi obligé de mener des politiques de récession pour défendre la convertibilité de sa monnaie. Cette situation renforçait les pressions sur la livre, devise clé du système d'étalon de change-or. Ces déséquilibres étaient de surcroît amplifiés par les politiques asymétriques que ce régime monétaire favorisait. En effet, les pays aux balances excédentaires, pour certains en partie grâce à une parité



sous-évaluée, menaient eux, des politiques de stérilisation de leurs entrées d'or, limitant ainsi la croissance de leur masse monétaire et donc les pressions inflationnistes qui auraient pu compenser celles déflationnistes des pays déficitaires. Ces pratiques furent en particulier le fait des États-Unis et de la France comme l'a montré Irwin (2010). Ces deux pays plus l'Allemagne, virent ainsi leurs réserves en or, passer entre 1927 et 1930, de 56 à 63 % du total mondial (données de Bordo et Eichengreen, 1998). Les problèmes liés à la mauvaise répartition de l'or au niveau international étaient alors aggravés par ces déséquilibres et les politiques qu'ils suscitaient. La menace d'une insuffisance d'or un niveau mondial était d'ailleurs considérée avec une certaine inquiétude au cours de l'entre-deux-guerres, notamment par des auteurs comme Cassel (1928) ou Rist. Cependant, des auteurs comme Bordo et Eichengreen (1998) rejettent cette idée qu'un manque d'or global aurait été à l'origine de l'échec de l'étalon de change-or. Pour preuve, le ratio d'or par rapport aux billets et dépôts des banques centrales, qui s'il était de 48 % en 1913, atteignait toujours 41 % en 1925, donc bien supérieur aux ratios légaux compris en général entre 29 et 34 % (chiffres de la Société des Nations, 1930, cités par Eichengreen et Bordo, 1998). Ces déséquilibres monétaires, aggravés par les politiques asymétriques entre nations déficitaires et excédentaires, magnifiées dans le cadre de l'étalon de change-or, exercèrent toutefois de puissants effets déflationnistes tout au long des années vingt. Ces effets étaient de plus accentués selon Simmons (1996), par la plus grande rigueur des banques centrales lorsqu'elles retrouvèrent une plus grande autonomie après la guerre. Et lorsque la grande dépression se déclencha, la forte influence déflationniste supplémentaire qu'elle exerça, rendit ces déséquilibres encore plus flagrants et les ajustements qu'ils requéraient insoutenables. Le système d'étalon de change-or fut alors progressivement abandonné, les pressions déflationnistes qu'il favorisait, mais aussi celles qu'il exigeait pour être défendu face à la crise des années trente, menèrent ainsi à sa fin.

### **I.1.3 Des mécanismes de régulation altérés**

À ces imperfections dans la structure et le fonctionnement de l'étalon de change-or, s'ajoutait le dysfonctionnement des mécanismes de régulation propres à ce régime. Mécanismes qui lui avaient permis de fonctionner plus durablement avant-guerre. Comme nous l'avons vu précédemment avec Eichengreen (1992), si le système d'étalon-or classique

put se maintenir pour les pays au cœur de ce régime, ce fut grâce à la crédibilité de l'engagement des gouvernements à mener toutes les politiques nécessaires pour garantir la convertibilité-or de leurs monnaies. Or la guerre, en modifiant la représentativité des systèmes politiques, en donnant notamment plus de poids aux travailleurs, remit en cause la crédibilité de cet engagement. En effet en cas de menace sur le système monétaire comme le fut la grande dépression, la possibilité de mener des politiques de déflation pour rétablir l'équilibre externe était alors plus difficile dans le nouvel environnement politique de l'entre-deux-guerres. Cette plus grande difficulté à recourir à un ajustement interne pour rétablir les équilibres externes, due à l'opposition des populations, est également mise en avant par Simmons (1996). Ainsi, le manque de crédibilité du système accentua sa fragilité face à la crise. Les mouvements de capitaux qui avant-guerre jouaient un rôle stabilisateur sur le système, devinrent au contraire dans le régime d'étalon de change-or, de puissants déstabilisateurs, exerçant de fortes pressions sur les changes (James, [1992]), précipitant la chute du système monétaire. La résistance des populations aux politiques d'ajustement internes limita le recours aux politiques déflationnistes nécessaires à la défense de ce système monétaire. Chernyshoff, Jacks et Taylor (2009) montrent ainsi la moins grande capacité de l'étalon de change-or à absorber les chocs par un ajustement nominal pendant l'entre-deux-guerres par rapport à son prédécesseur l'étalon-or classique, cause de l'augmentation des rigidités nominales entre ces deux périodes.

Le second mécanisme de régulation de l'étalon-or mis en avant par Eichengreen, la coopération internationale, ne fonctionnait là aussi plus aussi efficacement au cours de l'après-guerre. Comme nous l'avons vu, l'héritage de la première guerre mondiale, à travers notamment les réparations et dettes de guerre, avait rendu ce mécanisme inopérant, les tensions entre États, anciens ennemis ou alliés, demeurant vives. Le retrait de l'aide mutuelle que s'apportaient les banques centrales et les gouvernements des pays au cœur du régime, aide qui avait permis avant-guerre d'empêcher la chute d'une devise clé et préservé le système d'une crise systémique (Eichengreen, 2002), ne permettait plus de stabiliser le système en cas de tensions au cours desquelles la crédibilité était insuffisante pour sauvegarder le régime. Cette coopération n'opérait plus dans les années vingt, et lorsque le régime commença à être menacé, elle ne put le préserver et retenir sa chute. Cette situation peut être illustrée par l'hésitation française à venir en aide aux banques centrales

allemandes et autrichiennes en 1931. De même, la Banque des Règlements Internationaux nouvellement créée n'intervint pas au cours de cet épisode, là aussi, à cause des disputes sur les réparations et la proposition autrichienne et allemande d'une union douanière.

Enfin une autre analyse de l'échec de l'étalon de change-or, fut celle avancée par Kindleberger (1976). Comme nous l'avons vu, la domination anglaise était remise en cause par la montée de la puissance financière américaine et notamment la nouvelle place occupée par New York comme centre financier international. Or selon Kindleberger, les États-Unis n'utilisèrent pas leur nouvelle puissance financière pour stabiliser le système monétaire en cas de tension, comme le Royaume-Uni avait pu le faire jusqu'en 1913. Ainsi, ce manque d'une puissance hégémonique, responsable de la stabilité du système monétaire international, bien public mondial, ne put pas préserver l'étalon de change-or lorsque celui-ci fut menacé à la fin des années vingt.

Ainsi ce fut l'ensemble de ces imperfections, relevées par ailleurs par de nombreux auteurs, tels qu'Eichengreen, Bordo, Temin, *etc.*, qui entraînèrent la chute de l'étalon de change-or face à l'ampleur de la grande dépression. Récession dont l'ampleur était également due à ce système monétaire. Étalon de change-or et crise des années trente furent donc profondément liés, l'un et l'autre étant alors responsables de l'échec de l'autre et de son intensité.

1929	Argentine, Australie, Nouvelle-Zélande
1930	Brésil, Venezuela
1931	Allemagne, Autriche, Bolivie, Bulgarie, Canada, Colombie, Danemark, Égypte, Estonie, Finlande, Grèce, Hongrie, Inde, Japon, Mexique, Nicaragua, Norvège, Portugal, Royaume-Uni, Salvador, Suède, Tchécoslovaquie, Yougoslavie
1932	Afrique du Sud, Chili, Costa Rica, Équateur, Pérou, Roumanie, Siam, Uruguay
1933	Cuba, États-Unis, Guatemala, Panama, Philippines
1934	Honduras
1935	Belgique, Lituanie
1936	France, Italie, Pays-Bas, Pologne, Suisse

Tableau 1.1 – Abandon officiel de l'étalon de change-or.  
D'après les données de B.Eichengreen (1992).

## I.2 L'étalon de change-or et les triangles des incompatibilités

L'étalon de change-or ne survécut pas à la grande dépression et s'effondra dès l'année 1931 avec l'abandon de ce régime par le Royaume-Uni. Si le système reconstruit après-guerre ne présenta pas la même résistance que son prédécesseur, ce fut comme nous venons de le voir à cause des imperfections inhérentes à sa structure d'étalon de change, mais aussi à celles liées à son fonctionnement et à son mode de régulation. Ces tensions trouvaient leur source dans les profonds bouleversements suscités par la Première Guerre mondiale. Il est également possible d'analyser l'effondrement de ce système monétaire dans un cadre plus général, celui du triangle des incompatibilités de Mundell (1963), ou pour reprendre un anglicisme, le trilemme des incompatibilités. Depuis cette étude, d'autres antagonismes entre différents objectifs ont été mis en avant, faisant apparaître d'autres « trilemmes ». Rodrik (2000) met en avant, lui, une incompatibilité entre trois objectifs d'ordre plus politique dans son triangle des incompatibilités politiques. Nous verrons qu'il nous permet également de comprendre la fin du régime d'étalon de change-or. Pour mieux distinguer ces différents « trilemmes », celui de Mundell sera dénommé indifféremment triangle des incompatibilités macroéconomiques ou économiques, tandis que celui de Rodrik sera qualifié de triangle des incompatibilités politiques. Nous allons donc voir dans cette section comment ces « trilemmes » permettent d'expliquer la fin de l'étalon de change-or.

### I.2.1 Le triangle des incompatibilités économiques

Le triangle des incompatibilités de Mundell (1963) met en avant qu'un régime de politique économique ne peut contenir que deux éléments parmi les trois objectifs de politiques suivants, la liberté des mouvements de capitaux internationaux, un système de change fixe, une politique monétaire indépendante, c'est-à-dire une politique monétaire qui peut être orientée vers des objectifs domestiques. En effet, de manière simple, la liberté des mouvements de capitaux implique que la parité des taux d'intérêt non couverts soit vérifiée. Cette propriété, associée à un régime de change fixe, entraîne que les taux d'intérêt nationaux doivent être définis en fonction de ceux de l'étranger. De ce fait, un pays dont les marchés de capitaux sont ouverts et qui maintient un taux de change fixe perd donc la capacité de faire évoluer ses taux d'intérêt nationaux en fonction d'objectifs domestiques.

La politique monétaire est alors contrainte et dévolue au maintien de l'équilibre externe, au détriment de celui interne. Le passage à des changes flexibles permet donc de retrouver une indépendance de la politique monétaire. En effet, si les taux d'intérêt nationaux sont plus faibles que les taux étrangers par exemple, entraînant des sorties de capitaux, alors l'ajustement se fait par une dépréciation du taux de change. Enfin, si le maintien d'un système de change fixe et d'une autonomie de la politique monétaire est préféré, alors il faut renoncer à la libre circulation internationale des capitaux. Dans ce cas, si le pays mène une politique monétaire propre à ses conditions domestiques, qui conduit à un désalignement de ses taux d'intérêt avec ceux mondiaux, alors un contrôle des mouvements de capitaux internationaux permet d'empêcher que ceux-ci sortent du pays (en cas d'un relâchement monétaire), et donc déséquilibre la balance des paiements. La fixité du change n'est ainsi pas menacée par de telles politiques.

L'étalon-or ou l'étalon de change-or se caractérisaient comme nous l'avons vu, par une fixité des changes et la libre circulation des capitaux. Ainsi, la politique monétaire devait entièrement être dévouée à la défense du taux de change, donc tournée vers l'équilibre extérieur. Même si certaines marges de manœuvre permettaient aux banques centrales de dévier quelque peu des « règles du jeu », la politique monétaire était tout de même contrainte, plus particulièrement pour les pays aux balances déficitaires. L'existence de certaines marges de liberté était essentiellement vraie pour les nations les plus crédibles, présentant des excédents et qui stérilisaient leurs entrées d'or. Le triangle des incompatibilités s'appliqua pleinement au régime d'étalon de change-or, subordonnant alors entièrement la politique monétaire aux deux objectifs de ce régime monétaire, comme l'ont montré Obstfeld, Shambaugh et Taylor (2005). En effet, ces auteurs étudient la réaction des taux d'intérêt nationaux par rapport à ceux d'un pays « leader ». Pour la période d'avant-guerre, ils retiennent le Royaume-Uni. Ils montrent que les taux d'intérêt des nations appartenant à l'étalon-or classique étaient beaucoup plus corrélés aux taux anglais que ne l'étaient ceux des pays dont les monnaies flottaient, notamment le Portugal, l'Espagne et la Russie. Les taux des pays sur l'or réagissaient mieux et plus rapidement à ceux anglais. Les nations aux changes flexibles profitaient elles d'une plus grande indépendance de leurs politiques monétaires, et cela, même si leurs marchés des capitaux étaient également ouverts. Il apparaît selon ces résultats, que le triangle des incompatibi-

lités s'appliquait pleinement avant 1914. Obstfeld, Shambaugh et Taylor (2004) étudient également la période de l'entre-deux-guerres, en utilisant cette fois-ci comme pays « leader », les États-Unis jusqu'à leur suspension de la convertibilité-or en 1933, puis la France, de cette date à 1936. Ce choix reflète la perte d'hégémonie du Royaume-Uni et son abandon de l'étalon-or dès 1931. Les auteurs montrent qu'au cours de cette période, pour les pays en changes fixes et aux marchés de capitaux ouverts, donc les pays adhérant à l'étalon de change-or, la contrainte du triangle des incompatibilités s'appliqua également. Ainsi, face à la grande dépression, les nations ayant adopté ce régime monétaire ne pouvaient pas utiliser leur politique monétaire pour rétablir l'équilibre interne, car elle devait être entièrement dévouée à la défense de l'équilibre externe. Mais si avant 1914 cette contrainte était acceptée, à la suite de la guerre et de la montée des revendications sociales qu'elle entraîna, comme nous l'avons vu avec Eichengreen (1992) ou Simmons (1994), celle-ci ne l'était plus. Alors, les unes après les autres, les nations abandonnèrent ce régime monétaire pour pouvoir privilégier leurs objectifs internes. Pour cela, elles abandonnèrent un, voire les deux, « objectifs » de l'étalon de change-or, c'est-à-dire la fixité des changes et la liberté des mouvements de capitaux. Le Royaume-Uni par exemple, opta ainsi pour un régime de change flexible en 1931. D'autres comme l'Allemagne suspendirent la circulation internationale des capitaux, mais maintinrent leurs changes fixes.

L'effondrement de l'étalon de change-or au cours de la grande dépression peut donc s'analyser dans le cadre du triangle des incompatibilités de Mundell. La hausse de la représentativité démocratique, conséquence de la Première Guerre mondiale, avait entraîné un déplacement du système monétaire au sein du triangle vers une demande accrue de stabilisation interne. La fixité des changes et la liberté des flux financiers ne pouvaient plus être défendues aux dépens de l'équilibre interne, donc de l'autonomie de la politique monétaire. La crise des années trente, par son intensité, révéla alors ce changement de régime et le nécessaire ajustement qui s'ensuivait. L'un des deux objectifs de l'étalon de change-or devait être abandonné.

### **I.2.2 Le triangle des incompatibilités politiques**

L'autre « trilemme » mis en avant par la littérature permettant d'expliquer l'effondrement de l'étalon de change-or, est le triangle des incompatibilités politiques développé par

Rodrik (2000, 2007). Selon cet auteur, les objectifs d'approfondissement de la globalisation, de la démocratie et de la détermination nationale, sont incompatibles à long terme. En effet, si une forte intégration internationale est souhaitée, de fait la démocratie ou le concept d'État-nation doit être abandonné. De même, pour approfondir la démocratie, il faut choisir entre la nation et la globalisation. Enfin, pour garder le cadre de la nation comme échelle de décision, il faut arbitrer entre approfondissement de la mondialisation et démocratie. Selon cet auteur, une intensification de la globalisation, outre de requérir une nécessaire ouverture internationale des marchés des biens, des services et de capitaux, entraîne également une compétition pour les facteurs de production mobiles. L'adoption de mesures de régulation, ou la conduite de politiques interventionnistes par un gouvernement national devient ainsi difficile, le risque étant une fuite des facteurs de production les plus mobiles et une perte de compétitivité internationale. Les seules mesures pouvant être menées en accord avec l'opinion publique dans un objectif de régulation des flux internationaux et de leurs conséquences, le sont donc au niveau supranational, le cadre de l'État-nation étant dépassé. À court ou moyen terme, des solutions intermédiaires peuvent être trouvées, notamment face à une crise. La coopération internationale peut être utilisée par exemple pour pallier l'émergence d'instances de décisions supranationales. Cependant, la coordination des politiques entre États souverains et démocratiques est en général assez longue à mettre en place. Les ajustements proposés peuvent dans ce cas se révéler inefficaces par manque de rapidité, d'audace et de crédibilité. Des réponses rapides peuvent néanmoins être apportées, mais malheureusement souvent à défaut de participation démocratique (Wolf, 2012).

L'étalon de change-or peut alors s'étudier dans ce cadre du triangle des incompatibilités politiques. Ce régime monétaire put se maintenir durablement, en particulier avant-guerre, car il s'appuyait sur une globalisation approfondie, c'est-à-dire une forte intégration financière et commerciale, des États-nations, mais au détriment de la démocratie, les revendications sociales étant subordonnées à la défense de l'équilibre extérieur. L'extension après-guerre du droit de vote à de plus larges classes sociales, la montée du syndicalisme et de la représentativité politique en général, augmentèrent le besoin de responsabilité des gouvernements devant leurs concitoyens. Responsabilité au sens de nécessité de rendre des comptes. L'axe « démocratie » du triangle prit alors une plus grande importance au

cours de l'entre-deux-guerres. Le régime politique de cette période, c'est-à-dire la position de la société au sein du triangle des incompatibilités, devint instable, tiraillé entre les trois axes, globalisation, démocratie et État-nation. Avec la crise des années trente, l'étalon de change-or, symbole de l'ouverture internationale, exigeait la conduite de politiques déflationnistes pour se maintenir. Or l'élargissement démocratique qui opérait depuis la guerre, ne permettait plus de mener de telles politiques comme auparavant, la pression populaire s'y opposant. Pour préserver ce régime monétaire, une solution pouvait être l'émergence d'un cadre supranational, ou dans une optique de moyen terme, sans pour autant apporter une réponse définitive à ce « trilemme », le développement de la coopération entre nations. En effet, une alternative aux politiques unilatérales d'abandon de l'étalon-or, aurait été de mener une politique de reflation coordonnée au niveau international comme le montre Eichengreen (1985, 1990). Le relâchement de la politique monétaire au niveau national aurait permis de stimuler la demande intérieure des pays, et le fait que cette politique soit conduite au niveau international aurait alors limité la détérioration des balances des paiements. Des prêts de réserves entre banques centrales auraient également soutenu les nations les plus en difficulté, notamment celles affrontant des crises financières. Les instituts d'émission auraient alors pu jouer leur rôle de prêteur en dernier ressort sans menacer la convertibilité de leur monnaie. La coopération internationale, réponse intermédiaire au triangle des incompatibilités politiques, avait été un des moyens de régulation efficace de l'étalon-or classique selon Eichengreen. Cette solution était alors souhaitée par de nombreux pays face à la crise des années trente. La Conférence Économique Mondiale de 1933 avait d'ailleurs été organisée dans ce but, c'est-à-dire trouver une réponse coordonnée internationalement à une dépression mondiale. Mais cette solution n'était cependant plus possible au cours de l'entre-deux-guerres, les tensions entre États étant trop fortes pour permettre l'émergence d'un cadre coopératif, comme nous l'avons déjà vu, notamment avec ce même auteur. De plus, les différentes conceptions du fonctionnement de l'étalon de change-or héritées des expériences de stabilisation monétaire des années vingt, empêchèrent la formulation d'une réponse unique et coordonnée. Les Anglais par exemple, supportaient au cours de la conférence de 1933, l'idée qu'une politique de reflation monétaire menée internationalement était la condition primordiale pour sortir de la crise. La stabilité des taux de change était plus secondaire. Elle résulterait



alors de l'amélioration des conditions économiques. Les Français attachaient, eux, leur préférence à la stabilité des taux de change et voyaient donc avec une certaine suspicion la conduite de politiques d'assouplissement monétaire. La reprise ne pouvait alors venir que d'un environnement monétaire stable. Ainsi, les oppositions héritées de la guerre et de la période de stabilisation monétaire, empêchèrent l'émergence d'une coopération internationale. La crise des années trente révéla alors les tensions propres à l'équilibre instable des années vingt, entre mondialisation, démocratie et décision à l'échelle de l'État-nation. Le renoncement à un des axes de ce triangle des incompatibilités était inévitable. L'abandon de l'étalon de change-or, le développement des politiques protectionnistes et la mise en place de contrôle des capitaux, signifiaient donc la fin de la globalisation, au profit de la démocratie et de l'État-nation (O'Rourke, 2011). La grande dépression fut l'événement qui déclencha la fin de la première globalisation (James 2001, Obstfeld et Taylor 1998, entre autres). L'évolution des objectifs des gouvernements, vers une plus importante prise en compte des attentes des citoyens, donc de l'équilibre interne, obligèrent à une réorientation des politiques suivies. Comme le cadre de l'État-nation ne souhaitait pas être abandonné, la montée des nationalismes à cette époque le montrant bien, ce fut la mondialisation qui dut reculer. L'effondrement du commerce international, des prêts internationaux et des flux migratoires<sup>1</sup> au cours de la grande dépression, c'est-à-dire la fin de la première mondialisation, peuvent en conséquence être appréhendés comme la conséquence de cette incompatibilité entre différents objectifs politiques. Wolf (2012) analyse dans le cadre de ce « trilemme », les politiques suivies par l'Allemagne, l'Autriche, la Pologne et le Royaume-Uni au cours de la crise des années trente. Il met en avant le caractère profondément politique de la crise des années trente en Europe, soit, le problème de formuler des politiques adéquates en réponse à un profond choc économique, cela, dans un environnement de profonde intégration économique entre nations indépendantes.

### **I.2.3 Un dépassement possible de ces incompatibilités, la formation d'accords monétaires crédibles**

Ces triangles des incompatibilités, macroéconomiques et politiques, peuvent cependant être surmontés par l'établissement d'unions monétaires ou de blocs économiques. En effet,

---

1. les flux de personnes avaient déjà enregistré une nette baisse depuis la fin de la guerre avec le durcissement des politiques d'immigration des pays d'accueil.

dans le cas du « trilemme » macroéconomique, la formation d'une union monétaire entre différentes nations, permet de limiter les besoins d'ajustements externes. Les membres de l'union profitent d'une fixité des changes entre eux, de la liberté de circulation des capitaux et d'une politique monétaire indépendante. Cette politique est cependant identique pour tous les participants. Mais pour que ce bloc soit pertinent et puisse répondre face à un choc asymétrique, les pays qui s'unissent doivent présenter certaines caractéristiques. Celles-ci ont été envisagées dans le cadre de la théorie des zones monétaires optimales dont Mundell (1961) fut le pionnier. Nous reviendrons dans le chapitre suivant sur ce concept et son application aux blocs des années trente. De même dans le cadre du triangle des incompatibilités politiques de Rodrik, la formation de blocs monétaires peut également être perçue comme une réponse à ce « trilemme ». En favorisant les échanges entre membres d'un même bloc, ses participants maintiennent une intégration économique forte entre eux. La réduction du nombre d'interlocuteurs, limitée aux membres de l'union, ainsi que leur plus grande proximité politique, permet alors de favoriser la coopération entre eux, et donc de trouver au minimum une solution à moyen terme à cette contrainte.

Ainsi la formation des blocs monétaires dans les années trente peut être analysée comme une tentative de dépassement de ces triangles des incompatibilités, macroéconomiques et politiques. Les nations abandonnèrent la fixité des changes de l'étalon de change-or et les bénéfices associés à cette propriété, c'est-à-dire l'approfondissement des échanges commerciaux et financiers entre membres de ce régime, car les coûts d'une union monétaire « globale », soit la perte de l'autonomie monétaire, que fut l'étalon-or, devenaient trop importants. Elles se regroupèrent alors en unités plus restreintes, les blocs monétaires des années trente. En ancrant leurs changes entre eux, les différents membres d'un même bloc retrouvèrent la fixité des changes perdue avec l'abandon de l'étalon-or. Adopter un cadre plus restreint d'union monétaire, de l'étalon-or aux blocs monétaires, permettrait de réduire les coûts associés à une telle union par l'éviction des membres les plus hétérogènes, tout en maintenant une grande partie des bénéfices y étant associés, l'union étant réduite à ses participants dont les échanges étaient les plus intenses. La formation des blocs monétaires peut dès lors être envisagée comme une tentative de se rapprocher d'une zone monétaire optimale, la grande dépression étant alors le révélateur que l'étalon de change-or n'en était pas une, ou plus une. De même dans le cadre du « trilemme » po-

litique, la formation de blocs monétaires peut également être perçue comme une réponse à ces incompatibilités. Wolf (2012) explique ainsi en partie la participation d'un pays à un bloc donné. L'adhérence à un de ces blocs serait autant le signal d'une orientation politique qu'un choix économique. Cela permettrait donc d'expliquer pourquoi ces blocs eurent peu d'effets sur les échanges commerciaux entre membres d'après les travaux de Ritschl et Wolf (2011). La formation de blocs monétaires et commerciaux dans les années trente peut ainsi s'analyser comme la volonté de poursuivre une intégration commerciale et financière internationale, mais sur une base plus restreinte, celle du bloc. La présence d'une puissance dominante au sein de chaque bloc, l'Allemagne, le Royaume-Uni et la France, pouvant jouer un rôle de « leader », et permettre une certaine harmonisation des politiques, offrait alors la possibilité non pas de dépasser le cadre de l'État-nation (sauf dans le cas des États déjà sous domination politique), mais au moins de coordonner ou soumettre les politiques des membres à celles de la puissance dominante. Ainsi, démocratie et mondialisation des échanges, mondialisation restreinte aux membres du bloc, redevenaient conciliables grâce au regroupement autour d'une puissance dominante jouant le rôle de « leader ». Nous reviendrons plus en détail sur ces questions par la suite, dans la partie consacrée à la formation des blocs monétaires.

## II La nécessité d'abandonner une contrainte

### II.1 Sortir du triangle des incompatibilités

#### II.1.1 L'abandon d'une contrainte une condition nécessaire mais non suffisante

Comme nous venons de le voir avec Mundell (1963), pour pouvoir mener des politiques de reflation face à la grande dépression et donc utiliser la politique monétaire pour rétablir l'équilibre interne, un des deux autres axes du triangle des incompatibilités devait être abandonné. Or, l'appartenance au régime d'étalon de change-or signifiait à la fois s'engager à maintenir un taux de change fixe et permettre la libre circulation des capitaux à l'échelle internationale. Pour retrouver son indépendance monétaire, un pays devait donc renoncer à la fixité de son taux de change ou à la libre circulation des capitaux. Quelle

que soit l'option choisie, cela signifiait alors renier un des engagements de l'étalon-or, donc abandonner ce régime monétaire. Ainsi une condition nécessaire mais non suffisante, comme nous le verrons plus loin, pour sortir de la crise des années trente, fut d'abandonner l'étalon de change-or. Cette condition a été mise en avant par Choudhri et Kochin (1980). Ces deux auteurs ont étudié les performances relatives de l'Espagne, pays qui n'appartint pas à l'étalon de change-or au cours de l'entre-deux-guerres, des trois pays scandinaves qui abandonnèrent leur ancrage aurifère peu de temps après le Royaume-Uni en fin d'année 1931, ainsi que de quatre nations ayant appartenu au bloc-or, la Belgique, l'Italie, les Pays-Bas et la Pologne, qui maintinrent donc plus longtemps leur référence à l'or, au moins jusqu'en 1934, voire 1936. Choudhri et Kochin montrent que les pays ayant maintenu l'étalon de change-or le plus longtemps, c'est-à-dire les membres du bloc-or, endurèrent une contraction de l'activité et des prix plus importante que l'Espagne et les nations scandinaves, c'est-à-dire les États n'ayant pas appartenu à ce régime, ou l'ayant abandonné prestement face à la crise. Eichengreen et Sachs (1985, 1986) prolongent cette analyse à partir de l'étude de dix pays européens, l'Allemagne, la Belgique, le Danemark, la Finlande, la France, l'Italie, la Norvège, les Pays-Bas, le Royaume-Uni et la Suède. Ils mettent également en avant que les pays ayant abandonné le plus tôt ce régime monétaire, connurent une reprise de leur activité plus rapide et plus forte, positivement liée à l'ampleur de la dépréciation monétaire qu'ils menèrent. Les nations ayant abandonné le plus tardivement l'or connurent, elles, au contraire, une reprise beaucoup plus tardive et moins forte. Cette étude a par la suite été reprise par Bernanke et James (1991), puis Bernanke (1995), qui étendent l'analyse d'Eichengreen et Sachs à un ensemble de 26 pays. Ils trouvent des résultats similaires, c'est-à-dire que les nations ayant quitté l'étalon-or le plus tôt connurent une reprise de l'activité plus rapide, car elles purent mener des politiques monétaires expansionnistes. Campa (1990) étendit lui ces travaux à un groupe de pays d'Amérique Latine, trouvant des résultats similaires.

Les canaux par lesquels l'abandon de l'étalon de change-or à la suite d'une dévaluation permit une reprise de l'activité pour le pays initiateur, furent ceux des salaires réels, de la profitabilité des entreprises, de la compétitivité internationale et du niveau des taux d'intérêt, selon Eichengreen et Sachs. En effet, ils montrent qu'une dévaluation de la monnaie, en augmentant le prix des importations par rapport à ceux des biens nationaux,

entraîna une hausse de la demande pour les produits nationaux au détriment de ceux importés. Cette augmentation de la demande poussa alors les prix internes à la hausse. Si cette hausse des prix modéra la demande interne, elle stimula cependant l'offre par la baisse des salaires réels. La diminution des prix des exportations favorisa, elle, la demande extérieure. Si la dévaluation était accompagnée d'une expansion monétaire, alors la baisse des taux d'intérêt qu'elle provoquait tendait à relancer l'investissement, à travers la baisse du coût de financement et par la hausse des prix des actifs. Cette hausse de l'investissement favorisait la reprise de l'activité. Ainsi, une dévaluation entraînait une reprise de l'économie, d'autant plus qu'elle était accompagnée d'un relâchement monétaire. Mais une dépréciation monétaire unilatérale avait également des conséquences négatives pour les autres pays. En effet, pour ceux ayant maintenu leurs parités-or, la dévaluation d'un de leur partenaire provoquait pour eux une baisse de leur compétitivité. Le prix de leurs exportations augmentait alors relativement, tandis que celui de leurs importations diminuait. La demande d'exportations et celle interne de produits nationaux se contractaient, réduisant l'activité. Cependant, comme le montrent Eichengreen et Sachs, si la nation à l'initiative d'une dévaluation ne stérilisait pas sa politique monétaire<sup>2</sup>, celle-ci pouvait avoir un effet bénéfique pour celles n'ayant pas quitté l'or. L'augmentation globale des réserves provoquait aussi une expansion monétaire pour celles-ci. De plus, la diminution des taux d'intérêt des pays dévaluateurs pouvait exercer une influence à la baisse sur les taux d'intérêt mondiaux. Mais comme l'avancent ces deux auteurs, les dévaluations furent en fait stérilisées. Ces externalités positives ne se manifestèrent donc pas. Les dépréciations monétaires des années trente peuvent donc être considérées comme étant « beggar-thy-neighbour ». Ces politiques entraînèrent ainsi des mesures de rétorsion, notamment commerciales, qui amplifièrent la chute du commerce international (Madsen, 2001), et donc l'approfondissement de la dépression pour les nations encore sur l'or.

Bernanke et James (1991) étudient également et quantifient les canaux de transmission de l'abandon de l'étalon-or sur l'activité. Pour eux, l'évolution des salaires réels fut également un facteur important dans les différentes trajectoires de reprise entre les nations ayant abandonné l'étalon de change-or et celles l'ayant maintenu. Ainsi ils montrent

---

2. Dans une économie à deux pays, celui menant une dévaluation stérilisée maintient ses réserves en or inchangées. Le second pays n'enregistre alors pas de modification des siennes également, il n'y a donc pas d'impact positif pour lui.

qu'à partir de l'année 1931, les salaires réels diminuèrent légèrement dans les pays ayant dévalué, contrairement à ceux encore sur l'or, dont la hausse des salaires réels commencée en 1930 se poursuivit.

Abandonner l'étalon de change-or pouvait donc se faire en dévaluant sa monnaie, procédé dont les études précédentes ont montré l'importance. Cependant, il était également possible de retrouver son indépendance monétaire en quittant ce régime, non pas en laissant flotter sa monnaie, mais en limitant la mobilité des capitaux, donc par la mise en place de contrôle des changes. Ce procédé prenait en général la forme d'un contrôle administratif. Le gouvernement centralisait les réserves de change pour le commerce extérieur, fixait des taux de change officiels, et interdisait aux agents privés le transfert de capitaux vers l'étranger. Ce que firent un certain nombre de pays comme l'Allemagne, l'Autriche, la Hongrie. En renonçant à la libre circulation des capitaux, ces nations rejetaient un des mécanismes fondamentaux de régulation de l'étalon-or, le libre fonctionnement des marchés. Si officiellement les monnaies de ces nations étaient encore rattachées à l'or, dans les faits, l'impossibilité d'exporter ce métal ou des capitaux, rendait impossible tout arbitrage des taux de change. En agissant ainsi, ces pays pouvaient maintenir artificiellement la valeur externe de leurs monnaies, donc leurs parités-or. Foreman-Peck (1983) estime ainsi qu'en 1934, les États qui avaient mis en place un contrôle des capitaux connaissaient une surévaluation de leurs monnaies par rapport à la livre ou au dollar de l'ordre de 60 %.

Mitchener et Wandschneider (2015) analysent les performances des pays qui imposèrent des contrôles de capitaux face à la grande dépression. En étudiant l'évolution des prix, des exportations et de la production industrielle, ils montrent que les nations qui prirent de telles mesures connurent seulement une légère reprise de l'activité, comparativement à celles qui dévaluèrent leurs monnaies. Mais la déflation s'arrêta également pour elles et les prix internes augmentèrent à un rythme presque similaire à celui des pays aux monnaies flottantes. De même, leurs exportations recommencèrent à croître légèrement. Comparativement, les nations qui maintinrent l'étalon de change-or, au moins jusqu'en 1934, connurent elles, une baisse de 18 % de la production industrielle en moyenne, de 28 % pour les prix, et de 40 % pour leurs exportations, sur la période comprise entre 1929 et la date de leur abandon de l'or. Les pays qui mirent en place un contrôle des

changes réussirent aussi à limiter leurs sorties de capitaux. Le taux de couverture-or de leurs monnaies put ainsi être stabilisé dans les mois suivant l'imposition de ces mesures. Les auteurs montrent également que si les contrôles de capitaux ne stimulèrent pas la reprise dans les pays les ayant imposés, ce fut principalement car ceux-ci ne profitèrent pas de leur nouvelle indépendance monétaire. En effet, ils ne menèrent pas de politique monétaire expansionniste après avoir abandonné l'or. Leurs taux d'escompte ne varièrent pas significativement par rapport à ceux des nations encore sur l'étalon de change-or. Pour Mitchener et Wandschneider, les pays qui eurent alors recours au contrôle des capitaux, le firent essentiellement dans le but de protéger leurs taux de change d'une dépréciation et pour se prémunir des crises bancaires du printemps et de l'été 1931. Ces contrôles, s'ils ne servirent pas à mener des politiques monétaires expansionnistes, permirent cependant à ces pays de contrôler par la suite leurs échanges commerciaux internationaux, et à économiser leurs réserves de change pour rembourser leurs dettes extérieures et ainsi éviter un défaut.

### **II.1.2 La nécessité de mener des politiques expansionnistes**

Abandonner l'étalon de change-or, que ce soit en dépréciant sa monnaie ou en mettant en place un système de contrôle des changes, n'était qu'une condition nécessaire, mais non suffisante pour sortir de la grande dépression. En effet, les nations qui délaissaient ce système monétaire abandonnaient une des contraintes du triangle des incompatibilités macroéconomiques, la fixité des changes ou la liberté de circulation des capitaux. Elles retrouvaient ainsi l'indépendance de leur politique monétaire. Mais une fois cette liberté retrouvée, elles n'en usèrent qu'après un certain délai.

En effet, une fois délivrés de leurs « chaînes d'or », ces pays hésitèrent avant de mener des politiques monétaires expansionnistes. Eichengreen (1990) justifie ce temps de latence, par le souvenir des années vingt et du chaos économique, politique et social, alors associé à cette période de flottement monétaire. Comme nous l'avons vu, le rétablissement des parités-or au cours de cette décennie n'avait été possible qu'une fois un nouveau compromis sur la répartition de la nouvelle charge fiscale trouvé. Ainsi, le rétablissement des parités-or avait été associé à un retour de la stabilité politique et sociale. De même, pour les pays ayant connu une forte inflation au cours de la période de stabilisation, si dans

un premier temps celle-ci avait été favorable à l'activité, par la suite, elle avait contribué à sa dégradation. En général, le retour à l'or avait permis également une reprise de l'activité. L'abandon de ce régime monétaire, considéré comme le parangon de la stabilité, faisait donc craindre un retour des désordres des années vingt. Ainsi, les gouvernements n'employèrent pas immédiatement leurs nouvelles marges de manœuvre retrouvées. Ils continuèrent à adopter la rigueur budgétaire de l'ancien régime, tandis que les banques centrales, elles, démontraient leur opposition à l'inflation en maintenant des taux d'escompte élevés. Pour Eichengreen (1990), ce ne fut alors qu'une fois qu'il devint apparent que l'abandon de l'or ne présentait pas de menace pour la stabilité des prix, que des politiques plus actives furent menées. Il fallut ainsi attendre en général plus d'un an, pour que les décideurs fassent graduellement évoluer la politique monétaire vers une politique de crédit plus accommodante envers l'industrie et les entreprises, puis vers une politique de stabilisation des prix, et enfin de reflation.

Ces résultats sont ainsi confirmés par l'auteur grâce à l'étude d'un échantillon de 37 pays. Ceux-ci sont sélectionnés en fonction de la disponibilité des données. Il montre alors que la production industrielle des pays ayant dévalué, après avoir fortement chuté les deux années précédant la dévaluation, de 5,4 % environ en moyenne annuelle, ne se mit à croître l'année de la dépréciation que pour la moitié de l'échantillon. L'année suivante, elle augmenta cependant en moyenne de 10 %. Dans le cas des exportations, celles-ci diminuèrent de 17 % les deux années précédant la dévaluation. Elles se stabilisèrent l'année de la dépréciation et retrouvèrent lors des trois années suivant, leur niveau d'avant la baisse. De même dans le cas des prix de gros, il montre que ceux-ci chutèrent de 20 % en moyenne cumulée les trois années précédentes. L'année de l'abandon de la parité-or, la déflation s'arrêta dans la moitié des pays étudiés et continua dans l'autre. Un an après, la situation était presque similaire, les prix continuaient à baisser pour une moitié, tandis qu'ils augmentaient plutôt fortement pour la seconde. Mais la seconde année, la reflation était généralisée à l'ensemble de l'échantillon. Les réserves internationales sont également analysées. Elles déclinèrent alors fortement les trois années précédant la dévaluation. L'année de la dépréciation, l'auteur ne trouve aucun signe que les réserves se remirent à augmenter. L'année suivante, elles continuèrent à décliner pour plus de la moitié des pays, et seuls quelques-uns connurent une forte amélioration. Ce ne fut que la seconde année



suivant la dévaluation qu'elles augmentèrent de manière généralisée, mais avec une faible ampleur. La troisième année cette hausse fut enfin significative. Eichengreen compare ensuite ces résultats à ceux d'un groupe de contrôle composé de la France, des Pays-Bas, de la Pologne et de la Suisse. Ces pays maintinrent alors l'étalon de change-or jusqu'en 1936. Si l'activité fut effectivement plus forte dès l'année de la dévaluation pour les nations du premier groupe, ce ne fut cependant que pour cette année  $t$  et celle en  $t + 2$ , que la différence fut réellement significative. De même pour la hausse des prix de gros, les pays ayant déprécié leur monnaie ne connurent une inflation significativement différente que deux ans après la dévaluation. La croissance des exportations fut, elle, par contre, plus forte pour ces nations, et cela dès l'année de la dépréciation. Le manque de différence très marquante entre les pays ayant dévalué et ceux appartenant au groupe de contrôle peut être en partie expliqué par le faible échantillon du groupe de contrôle. Mais il serait surtout dû pour l'auteur, aux politiques monétaires menées par le premier groupe. En effet, en étudiant l'évolution de M1 sur la période de dévaluation, Eichengreen montre que ces nations hésitèrent à conduire des politiques de reflation immédiatement après avoir déprécié leurs monnaies. Et même lorsque ces politiques devinrent plus expansionnistes, la stimulation monétaire demeura timide.

Ce délai avant la conduite de politiques monétaires d'expansion pouvait donc s'expliquer par la crainte d'un retour des désordres monétaire des années vingt, lorsque les monnaies flottaient. Il est également possible d'analyser ce temps d'attente comme celui nécessaire, pour qu'un changement de régime s'opère. C'est ainsi que Temin (1989), Eichengreen (1992), ou Eichengreen et Temin (2000), justifient également ce délai. Ils empruntent pour cela le concept de régime monétaire mis en avant notamment par Sargent (1982, 1986). Krasner (1982) définit un régime comme « des réseaux de règles, de normes et de procédures qui régulent le comportement et en contrôlent les effets ». Sargent applique ce concept à la monnaie. Dans cette optique, l'étalon-or apparaît comme un régime monétaire, en dictant les politiques à suivre et en conditionnant les réponses possibles à apporter dans le cadre de ce système. Il existe des principes sous-jacents déterminant la plupart des actions. Ce régime permet d'ancrer les anticipations des agents dans le cadre des anticipations rationnelles. Pour sortir de la dépression, il était nécessaire d'abandonner l'étalon de change-or, qui empêchait la mise en place de politiques monétaires adéquates

face à la crise, comme le met en avant le triangle des incompatibilités de Mundell. Mais une fois libéré de cette contrainte, il était aussi fondamental d'abandonner le régime, que l'on pourrait qualifier d'idéologique, d'étalon-or. En effet, ce carcan idéologique interdisait la formulation et la mise en pratique de politiques de reflation. Pour Eichengreen et Temin (2000), la sortie de ce régime, de l'idéologie de l'étalon-or, n'était même possible qu'en renouvelant la classe dirigeante. En effet, la « mentalité » de l'étalon-or était intégrante à l'idéologie de ce segment de société qui contrôlait les politiques économiques, incluant les banquiers centraux et les politiciens en Europe et aux États-Unis. L'économie mondiale ne pouvait reprendre, et ne reprit, non pas quand cette classe modifia ses interprétations de l'économie, mais lorsque le peuple, sous différentes formes d'expression, les chassa du pouvoir. Temin et Wigmore (1990), puis Eggertsson (2008), analysent ainsi le début de la reprise économique aux États-Unis en 1933, par l'arrivée au pouvoir de Roosevelt en mars de cette année, et la dévaluation du dollar qu'il mena six semaines plus tard. Par cette mesure, suivie ensuite du New Deal, il provoqua un changement de régime, rompant avec celui de l'étalon-or défendu par Hoover jusque-là. Sous le gouvernement de ce dernier, les anticipations des agents étaient ancrées sur la poursuite de la déflation et d'une contraction de l'activité, comme les politiques dictées par l'étalon-or le préconisaient. Mais avec l'arrivée au pouvoir de Roosevelt, son attachement à mener une politique de hausse des prix, et la dévaluation du dollar, symbole de l'abandon des politiques prônées jusqu'à présent par l'étalon-or, les anticipations des agents furent renversées. L'arrivée au pouvoir d'un nouveau dirigeant permit alors un changement de régime, dans lequel politiques monétaires et budgétaires seraient coordonnées dans le but de favoriser une augmentation des prix pour retrouver les niveaux d'avant-crise, ainsi qu'une reprise de l'activité à travers une hausse de la demande. Ce changement de régime provoqua un retournement des anticipations des agents, d'une contraction continue de l'activité à une possible reprise. L'élection du Front populaire en France en 1936 et le changement de politiques qu'il entraîna, sont également analysés par Eichengreen et Temin (2000), comme un changement de régime monétaire, rendu possible par l'arrivée au pouvoir d'une nouvelle classe de dirigeants. Les politiques appliquées par ce parti poussèrent, par les pressions inflationnistes qu'elles provoquèrent, rendant impossible le maintien de la parité-or du franc, à la fin de l'étalon-or dans ce pays.

La nécessité d'un changement de cadre idéologique et donc de l'abandon de la mentalité de l'étalon-or pour permettre de mener des politiques de reflation, n'est cependant pas partagée par Mouré (1999). Cet auteur montre que les différentes autorités monétaires nationales avaient des opinions variées sur l'étalon-or et les politiques appropriées à sa gestion. Ces différentes conceptions du fonctionnement de ce système monétaire ont alors influencé les politiques menées, mais sans pour autant les déterminer. En effet selon lui, la fréquence des actions contraires aux principes de ce régime était trop élevée et son amplitude trop forte, pour qu'elles puissent être considérées comme relevant du simple « bruit ». Ainsi, ce n'est pas l'étalon-or en tant que régime qui provoqua la grande dépression, mais des choix politiques précis. Ce n'était donc pas seulement ce système monétaire et l'idéologie, ou régime, qui y était associé qu'il fallait changer après la crise pour que la reprise ait lieu. Il s'oppose alors à Temin (1989), selon lequel les États-Unis et l'Allemagne en particulier, connurent des changements de régime au cours des années trente, changements alors à l'origine de la sortie de crise. Pour Mouré, ces deux pays continuèrent à adhérer à la symbolique de l'étalon-or même après avoir quitté ce régime. Les États-Unis, en renouant avec une convertibilité limitée du dollar en 1934, et l'Allemagne, avec la mise en place d'un contrôle des changes plutôt qu'une dévaluation, cela afin de maintenir un lien au moins symbolique entre l'or et le mark. Ainsi, ces deux nations continuèrent à maintenir une référence à l'or, et réussirent tout de même à mener des politiques de reprises. Le concept de régime monétaire comme force encadrant les choix des décideurs n'est pas pertinent selon Mouré. Selon lui, l'idéologie régnante n'était alors pas celle de l'étalon-or, mais plutôt celle de l'orthodoxie financière, au sein de laquelle l'étalon-or était un élément clé, censé assurer une discipline. La poursuite de politiques budgétaires restrictives, et cela même après avoir abandonné la contrainte de l'or, en serait alors une preuve. Il s'accorde cependant avec les auteurs précédents, sur la nécessité de quitter ce système monétaire pour permettre la mise en place de politiques monétaires d'expansion. L'abandon de l'étalon-or ne fut donc pas le symbole d'un changement de régime, mais plutôt le signe d'une reprise en main du pouvoir monétaire par les Trésors, aux dépens des banques centrales. Cette perte d'influence des banquiers centraux sur la conduite de la politique monétaire, au profit des agents des Trésors, réorienta alors la monnaie vers les besoins de l'économie intérieure, plutôt que ceux du solde extérieur et de

la convertibilité-or. Ainsi pour Mouré, l'étalon-or au cours de l'entre-deux-guerres buta sur deux principaux obstacles. À savoir, la question de la priorité entre les besoins de l'économie intérieure et de son solde extérieur d'une part, et celle de l'arbitrage entre stabilité des prix et stabilité de la monnaie d'autre part. La grande dépression révéla ces tensions, obligeant les gouvernements à favoriser les deux premiers choix pour sortir de la crise. Cependant, tous ne répondirent pas avec la même rapidité à ces dilemmes.

## II.2 Les déterminants de l'abandon de l'étalon de change-or

Comme nous venons de le voir, l'abandon de l'étalon-or était une condition nécessaire, mais non suffisante pour sortir de la grande dépression. Une fois la convertibilité de la monnaie suspendue, la politique monétaire retrouvait son indépendance. Elle ne fut employée qu'après un certain délai. Cependant toutes les nations ne se libérèrent pas de leurs « chaînes d'or » avec la même célérité. En effet, si certains pays d'Amérique Latine quittèrent ce régime monétaire dès l'année 1929, d'autres en 1931, en Europe notamment, comme l'Allemagne ou le Royaume-Uni, certains restèrent attachés à ce système beaucoup plus longtemps, jusqu'en 1936, à l'instar de la France ou de la Suisse. Nous essaierons donc de comprendre dans cette section pourquoi certaines nations maintinrent plus ou moins longtemps le système d'étalon de change-or, alors que celles qui l'avaient abandonné le plus tôt, montraient déjà des signes évidents de reprise.

Plusieurs études ont alors tenté de distinguer les différents facteurs à l'origine de la plus ou moins grande durée de maintien par un pays de l'étalon de change-or. Nous présenterons ici, celles de Simmons (1997), Wandschneider (2008), Wolf et Yousef (2007), Kugler et Straumann (2010) et Wolf (2008).

### II.2.1 L'importance des facteurs politiques

Une de ces premières études fut celle menée par Simmons (1997). L'auteur s'intéresse de manière plus large, à l'influence des facteurs politiques et institutionnels sur l'étalon de change-or au cours de l'entre-deux-guerres. Elle va pour cela étudier l'impact de ces deux variables sur le fonctionnement de ce système monétaire, ainsi que sur sa résistance. Elle montre alors que les conditions politiques et institutionnelles eurent un important effet sur l'étalon de change-or.

Simmons analyse ainsi dans un premier temps, comment ces deux facteurs influencèrent le fonctionnement de ce système monétaire, notamment à travers la balance des paiements, donc la capacité d'un pays à maintenir son équilibre extérieur. En effet, les variables politiques et institutionnelles jouèrent sur les équilibres des balances courantes et des capitaux. En effet, les situations politiques propres à chaque pays déterminèrent en partie les capacités nationales à mener un ajustement interne en cas de déficit, mais également la crédibilité de l'engagement du gouvernement à maintenir sa parité de change. Ces deux variables influencèrent alors les mouvements de capitaux internationaux à court terme, renforçant ou affaiblissant au contraire, la balance des capitaux, et donc celle des paiements du pays. Ainsi, si les déterminants économiques demeurèrent pertinents pour expliquer l'équilibre de la balance des paiements, ceux politiques, en affectant la crédibilité du système monétaire et sa capacité d'ajustement, jouèrent également. Les flux de capitaux peuvent être déterminés en grande partie par le taux de change réel, les taux d'intérêt réels et le taux de croissance. Les prix relatifs et la demande relative expliquent eux, la balance courante. Cependant, si l'engagement d'un gouvernement à défendre sa parité-or n'est pas crédible, alors les agents anticipent une dévaluation et retirent leurs capitaux du pays. Le compte de capital se détériore donc. De plus, des pressions inflationnistes sont généralement associées à des politiques peu crédibles avec un système de change fixe. La balance courante tend alors elle aussi à se dégrader. La défense d'une parité de change devient dès lors de plus en plus difficile et finit souvent par céder. Ainsi, si les facteurs économiques jouent un rôle déterminant dans la solidité d'un régime de change fixe, ceux institutionnels et politiques, à travers les anticipations des agents jouent également. Simmons teste ensuite différentes variables politiques pouvant expliquer la crédibilité d'un gouvernement au cours de l'entre-deux-guerres. Trois sont significatives. Celle ressortant comme étant la plus importante fut l'instabilité gouvernementale. En effet dans cette situation, les gouvernements en place ne sont pas tentés, ou n'ont pas le temps, de mener des politiques déflationnistes pénibles. Ayant déjà du mal à se maintenir en place, prendre des mesures dures et impopulaires rendrait leur situation encore plus difficile. Ils sont alors tentés d'accepter une inflation favorable à la croissance et à l'emploi. Ainsi au cours de l'entre-deux-guerres, les pays présentant des déficits et une certaine instabilité gouvernementale eurent tendance à perdre la confiance des capitaux. Ceux-ci quittaient

le pays, déclenchant ou aggravant le déficit de la balance des capitaux, rendant de ce fait le maintien de l'étalon de change-or plus difficile. L'autre facteur déterminant dans la crédibilité d'un gouvernement fut le degré d'indépendance de sa banque centrale. L'auteur montre qu'au cours de l'entre-deux-guerres, l'autonomie de l'institut d'émission était associée à des entrées de capitaux et une balance courante excédentaire. L'indépendance de la banque semblait assurer aux marchés que l'offre de monnaie n'excéderait pas la demande réelle et que l'État ne tenterait pas de se financer par l'inflation. Cet effet ne semble pertinent cependant que pour la période 1925-1931. Enfin, la troisième variable politique qui contribua à des sorties de capitaux et à un déficit courant, fut l'ampleur des mouvements de travailleurs. Face aux grèves et manifestations, les détenteurs de capitaux liquides anticipaient que les gouvernements en place seraient prêts à mener des politiques plus laxistes pour défendre l'emploi, et donc favoriseraient l'inflation. Des hausses de salaire étaient également anticipées, hausses qui conduiraient aussi à l'augmentation du niveau général des prix. À terme, une dévaluation serait donc nécessaire, entraînant des pertes pour les détenteurs de capitaux mobiles. Ces derniers préféraient donc sortir leurs capitaux du pays, précipitant de ce fait la détérioration du compte de capital et donc, de la balance des paiements. Les deux autres variables testées, l'influence d'un parti de gauche au pouvoir et l'aspect démocratique ou non du système politique, obtiennent des résultats mitigés. Il aurait pu être supposé que cette dernière variable, la présence d'un régime démocratique, serait associée à de plus importants déséquilibres de la balance des paiements, ces régimes prenant plus en compte les intérêts de leurs citoyens. Or il s'avère selon les résultats de Simmons, qu'il n'en fut rien, cette variable n'étant pas significative. L'importance de la gauche dans les gouvernements montre également des résultats en demi-teinte. Elle tend à être associée à un déficit de la balance courante, en accord avec le désir de politiques plus expansionniste des électeurs, cependant, elle ne paraît pas avoir entraîné des sorties de capitaux. Ainsi, l'instabilité des gouvernements en place, l'indépendance de la banque centrale et les mouvements sociaux, semblent avoir affecté au cours de l'entre-deux-guerres la crédibilité des politiques de l'étalon de change-or, et donc l'équilibre de la balance des paiements à travers les mouvements de capitaux.

Simmons étudie également les facteurs politiques et institutionnels qui influencèrent la capacité d'un pays à maintenir l'étalon de change-or au cours de l'entre-deux-guerres. Pour

cela, elle distingue dans un premier temps ceux qui furent déterminants dans la durée de maintien de ce système monétaire. Puis dans un second temps, elle détermine ceux ayant influencé la décision de dévaluer la monnaie. Pour la première situation, elle part du constat que ce régime prévalut pour des périodes de temps très différentes selon les pays étudiés. Le Royaume-Uni par exemple, rétablit dès 1925 la convertibilité-or de sa monnaie et l'abandonna en 1931. Il resta donc sept années sur l'or. La France retrouva officiellement une parité-or en 1928, mais la quitta en 1936, soit huit ans plus tard. L'Allemagne maintint aussi ce régime huit ans, de 1924 à 1931. Les États-Unis, eux, entre 1923 et 1939, période d'étude de l'auteur, eurent une monnaie convertible en or tout au long de cette période, sauf en 1933, année où la convertibilité fut abandonnée et le dollar flotta, mais pour être à nouveau convertible dès 1934 à un niveau déprécié. Des pays comme la Grèce, la Roumanie et la Norvège, n'adhérèrent à l'étalon de change-or que quatre années. Simmons met en avant que des facteurs politiques ont influencé le temps passé sur l'or. L'indépendance de la banque centrale, ainsi que la plus grande représentation des partis de gauche dans un parlement, contribuèrent positivement au fait qu'un pays appartienne à l'étalon de change-or. Le caractère démocratique du régime fut au contraire corrélé négativement avec l'adhérence à ce régime monétaire. Trois variables structurelles expliquent également la probabilité d'un pays d'être sur l'or. La taille de l'économie et le fait d'avoir une position extérieure créditrice étaient corrélés positivement. L'importance du secteur des exportations l'était, elle, négativement.

Enfin Simmons met en avant les facteurs politiques influençant la décision d'un pays d'abandonner l'or et de dévaluer sa monnaie. Une fois les variables structurelles pouvant influencer cette décision contrôlées, comme le différentiel de taux d'intérêt réels, les chocs économiques, les changements de parités des principaux partenaires commerciaux, et la valeur de la monnaie, il ressort de cela que trois des variables politiques testées furent pertinentes. Les partis de gauche et de centre droit avaient tendance à dévaluer leur monnaie face à la dépression. L'intensité de la dévaluation menée par les partis de gauche était en général beaucoup plus importante. Les partis de gauche semblaient donc moins enclins à mener des politiques déflationnistes et préféraient voir leur monnaie se déprécier. De même, l'intensité de la dépréciation monétaire était plus importante en présence d'une forte instabilité gouvernementale. Enfin, le manque d'indépendance de la banque centrale

était également associé à une dépréciation monétaire. Cette variable eut cependant un effet moins affirmé que les deux précédentes. L'impact des mouvements de travailleurs sur la valeur externe d'une monnaie était aussi négatif, mais seulement dans une très faible mesure. De même, les démocraties avaient une légère tendance à favoriser la dévaluation, mais là aussi, les résultats ne sont pas très significatifs.

Il ressort finalement de ces travaux que l'instabilité gouvernementale, les mouvements de travailleurs, ainsi que le manque d'indépendance de la banque centrale, rendaient les gouvernements peu crédibles. Ce manque de crédibilité entraînait une détérioration du solde de la balance des paiements, à travers des sorties de capitaux et une détérioration de la balance courante. L'importance des partis de gauche au pouvoir, si elle n'eut pas d'impact sur les flux financiers, entraîna une dépréciation des comptes courants. Ainsi, les conditions politiques et institutionnelles d'un pays influençaient le fonctionnement de l'étalon de change-or, en favorisant ou non, le maintien de l'équilibre extérieur. Ces mêmes conditions, propres à chaque pays, jouaient également sur le choix des réponses apportées à ces déséquilibres. L'instabilité gouvernementale, la forte proportion de la gauche au pouvoir, et la dépendance de l'institut d'émission, amenaient les nations confrontées à des tensions sur leur balance des paiements à dévaluer leur monnaie avec une plus grande probabilité.

Wandschneider (2008) tente également de déterminer les facteurs qui furent à l'origine du temps plus ou moins long passé à défendre l'étalon de change-or face à la grande dépression. Elle mène une « duration analysis » sur un ensemble de 24 pays essentiellement européens, mais comprenant également l'Argentine, le Brésil, le Canada et les États-Unis. Ses données couvrent la période de 1922 à 1938. L'auteur tente alors de souligner les facteurs économiques et ceux politiques, qui affectèrent la durée de maintien de l'étalon-or par un pays. Selon ses résultats, un PIB par tête élevé, d'importantes réserves d'or ou de devises, l'existence de liens commerciaux avec des pays encore sur l'or, le fait d'être prêteur international net, d'avoir connu une forte inflation dans les années vingt, augmentaient alors la probabilité qu'un pays maintienne plus longtemps l'étalon de change-or. Ces résultats soulignent alors l'importance du gain de crédibilité que ce système monétaire était censé apporter à ses membres. Inversement, le niveau d'inflation, celui du chômage, ainsi que l'adhérence par la suite au bloc sterling, réduisait alors cette probabilité. Cepen-



dant, les taux d'intérêt, l'indépendance de la banque centrale, la variation des réserves, et si un pays détenait ses réserves sous forme de devise plutôt qu'en or, ne semblaient pas avoir d'influence. Le peu de significativité de ces variables souligne ainsi l'idée vue précédemment que les « règles du jeu » n'étaient pas toujours une contrainte suivie. D'un point de vue politique et institutionnel, la démocratie avait un fort impact sur l'instabilité du régime d'étalon-or. La présence d'un gouvernement de gauche ou de centre au pouvoir n'est pas significative pour expliquer la sortie de l'étalon-or. Ces résultats confirment alors les analyses vues précédemment, sur l'importance de la plus large représentativité des systèmes politiques dans l'entre-deux-guerres, et donc de la plus grande prise en compte des intérêts des classes populaires, dans l'abandon de ce système monétaire.

L'auteur détermine ensuite en fonction de ces variables si un pays quitta l'étalon de change-or avant d'en être totalement contraint. Elle montre que si la France, les États-Unis et dans une certaine limite l'Allemagne aussi, abandonnèrent ce système monétaire après l'avoir maintenu presque autant que possible, ce n'en fut pas le cas pour le Royaume-Uni. Les conditions économiques semblent insuffisantes selon l'auteur pour expliquer le départ de ce dernier, cependant l'importante crise politique qu'il traversa lorsqu'il abandonna l'or, paraît alors avoir été déterminante dans cette décision. Il est ainsi nécessaire de bien prendre en compte les aspects économiques, mais aussi ceux politiques dans le choix d'une nation de quitter l'étalon de change-or.

### II.2.2 L'importance des facteurs économiques

Holger Wolf et Tarik M. Yousef (2007) tentent également de répondre à cette question. Pour cela, ils élargissent leur échantillon à 38 pays, pour mieux prendre en compte les différences entre les nations au centre de l'étalon de change-or et celles à sa périphérie. Pour mettre en avant les facteurs qui auraient influencé l'abandon de ce système monétaire, ils testent alors quatre hypothèses. La première concerne le rôle des facteurs économiques. Ils veulent montrer si l'incidence des chocs monétaires ou réels, qu'ils soient d'origine interne ou externe, joua sur la durée de maintien de ce système monétaire. Ils prennent donc en compte le niveau d'inflation, le taux de croissance par tête, le pourcentage de variation des termes de l'échange, et le volume des capitaux internationaux exportés par les pays créanciers. La seconde hypothèse étudie si l'abandon de l'or fut la conséquence

d'une baisse des bénéfices associés à l'adhésion à ce système. Comme nous l'avons vu avec Bordo, Edelstein et Rockoff (1999), l'appartenance à l'étalon-or avant-guerre, puis pendant l'entre-deux-guerres, aurait apporté à ses membres, notamment ceux de la périphérie, un apport de crédibilité, réduisant leurs coûts de financement sur les marchés internationaux. Mais avec la raréfaction des capitaux internationaux au cours de la crise des années trente, et la sortie de ce système d'importants exportateurs de capitaux, en particulier le Royaume-Uni en 1931, alors les avantages liés à l'appartenance à l'étalon de change-or pourraient être devenus plus faibles, tandis que les coûts augmentaient avec la dépression. Pour évaluer la validité de cet argument, les auteurs prennent en compte l'écart de taux d'intérêt des titres longs émis par un gouvernement par rapport aux « consols » anglais, la variation des réserves en or, le ratio en fin d'année de ces réserves par rapport à la monnaie en circulation, ainsi que la variation du taux de change de la monnaie par rapport au dollar au sein des points d'or. La troisième hypothèse testée, elle, a trait à l'idéologie de l'étalon-or et également à l'effet de réseau de l'appartenance à ce régime. L'hypothèse précédente s'appuyait sur l'effet de réseau pour les capitaux. Dans celle-ci, ces effets sont étudiés à travers leurs aspects commerciaux. Nous avons déjà vu avec Meissner (2005) l'importance de ce facteur dans la formation de l'étalon-or classique. Ici, les auteurs testent si la disparition de ces externalités positives peut avoir influencé la désintégration de l'étalon de change-or. Le rôle de l'idéologie, comme facteur pouvant expliquer le maintien plus ou moins long de ce système monétaire par certains pays, est également examiné dans cette troisième hypothèse. L'idée est de voir si les différentes expériences nationales des années vingt, forte inflation, déficits budgétaires, instabilité des taux de change, peuvent avoir conduit les nations ayant connu ces tourments, à maintenir la convertibilité-or de leurs monnaies plus longtemps que celles qui en furent épargnées, par crainte de retomber dans ces malheurs. Pour tester cette troisième hypothèse, les variables suivantes sont étudiées, le nombre de pays encore sur l'or dans l'année, la convertibilité ou non de la livre sterling, ainsi que la participation ou non des principaux partenaires commerciaux d'un pays à l'étalon de change-or. Ces trois variables testent alors les effets de réseaux commerciaux. Pour la mentalité, les deux variables sont l'adhérence ou non à l'étalon-or classique, et l'expérience passée d'une forte inflation. Enfin, la quatrième hypothèse est celle du rôle des facteurs politiques dans la sortie de l'or. L'instabilité politique aurait

fragilisé la capacité d'un pays à défendre la convertibilité de sa monnaie. L'extension de la représentativité démocratique, en donnant une importance plus grande qu'auparavant aux objectifs internes par rapport à ceux externes, aurait ainsi affaibli la résistance de l'étalon de change-or face aux chocs. Ici, les variables prises en compte par les auteurs, sont l'aspect démocratique ou non du régime politique, l'instabilité gouvernementale, le niveau de troubles politiques, c'est-à-dire le nombre de grèves, émeutes et manifestations à caractère politique dans une année donnée, et la « division » parlementaire, c'est-à-dire, le plus ou moins grand pouvoir détenu par la majorité au gouvernement, en fonction du nombre de sièges relatifs dont elle dispose.

Ces deux auteurs testent alors ces quatre hypothèses en effectuant une « duration analysis » comme Wandschneider. Ils trouvent que l'ensemble de ces facteurs fut déterminant dans la décision d'abandonner l'or, mais selon des intensités différentes. En effet, les facteurs économiques, à travers l'ampleur de la déflation et de la récession subies, ainsi que l'importance des chocs sur les termes de l'échange et la baisse des flux de capitaux internationaux, tendirent à réduire la durée de maintien de la convertibilité-or. Les deux premiers facteurs semblent alors avoir été déterminants pour les pays au cœur du régime, tandis que les deux derniers le furent plus pour ceux à sa périphérie. De même, la crédibilité du régime en place et les gains qui y étaient associés influencèrent assez fortement la décision de quitter l'étalon de change-or. Là aussi, une différence apparaît entre les nations au cœur du régime et celles à sa périphérie. Si l'écart des taux d'intérêt avec les titres anglais, ainsi que la pression sur le taux de change affectèrent plus la périphérie, le niveau des réserves fut lui, plus important pour le centre. Le ratio de couverture-or ne paraît par contre pas déterminant ici. La crédibilité du régime, comme facteur influençant la durée de maintien de l'or, eut un impact plus faible pour les pays au centre. Les effets de réseau et la mentalité du régime monétaire eurent également de l'influence, quoique certainement moindre que les deux premières hypothèses. L'expérience des années vingt, la sortie de l'or du Royaume-Uni, et l'abandon du régime par les principaux partenaires d'un pays jouèrent alors dans la décision de quitter ce système, et particulièrement les deux premiers facteurs pour les nations au cœur. Enfin, la quatrième hypothèse, celle de l'influence des facteurs politiques, eut également un impact à travers l'agitation sociale pour les pays au centre et l'instabilité gouvernementale plutôt pour ceux à la périphérie. Le niveau

de démocratie du régime, ainsi que la « division » de la représentativité, influencèrent positivement la durée du système monétaire. Ces résultats sont obtenus en étudiant l'influence de chacun des groupes de facteurs correspondant à une des quatre hypothèses. Mais lorsque tous sont testés ensemble, si les deux premiers conservent un fort pouvoir explicatif, c'est-à-dire les facteurs économiques et ceux liés à la crédibilité du régime, la troisième hypothèse, celle de l'influence du passé et de l'idéologie de l'étalon-or, perd en significativité. La quatrième ayant trait aux facteurs politiques voit, elle, son pouvoir explicatif fortement diminuer. Seul le niveau de démocratie du pays restant significatif pour expliquer la durée de l'étalon-or. Ainsi, ces deux auteurs arrivent à la conclusion que les facteurs économiques furent les plus déterminants dans la décision d'une nation d'abandonner la convertibilité-or de sa monnaie. Leurs conclusions sont donc quelque peu différentes de celles des études vues précédemment, qui mettaient, elles, en avant le rôle des facteurs politiques dans cette décision. Cette analyse est également intéressante, car elle met en vue l'importance relative des différents facteurs selon l'appartenance au cœur ou la périphérie du régime.

Kugler et Straumann (2010) étudient également les facteurs déterminants dans l'abandon par un pays de l'étalon de change-or, d'après un échantillon de 29 pays, dont 18 européens, 6 d'Amérique Latine, 3 d'Asie/Océanie (l'Australie, le Japon et la Nouvelle-Zélande) et 2 d'Amérique du Nord (le Canada et les États-Unis). Ils centrent cependant leur analyse sur la distinction entre pays membres de la périphérie et ceux appartenant au cœur de ce régime monétaire. Les nations appartenant à ce dernier groupe sont celles présentant un PIB par tête élevé, un fort niveau de réserves en or, une structure commerciale diversifiée, un faible niveau de dette extérieure, et une place financière internationale. Au cours de l'entre-deux-guerres, seulement six pays répondent alors à ces caractéristiques, la Belgique, les États-Unis, la France, les Pays-Bas, la Suisse, et le Royaume-Uni. Wolf et Yousef (2007) intègrent donc l'Allemagne, l'Australie, l'Autriche, le Canada, le Danemark, la Nouvelle-Zélande et la Suède dans leur groupe des nations centres. Cependant ici, Kugler et Straumann dégradent les deux pays germanophones à cause de leurs niveaux élevés de dette extérieure et la faiblesse de leurs réserves en or. Ils considèrent alors ces deux nations comme appartenant à la périphérie, conséquence des séquelles de la Première Guerre mondiale. La Suède est aussi écartée, en raison de la faiblesse du rôle

international de la place financière de Stockholm. Les autres nations de cette liste sont également considérées par les deux auteurs comme appartenant à la périphérie, car leur commerce extérieur était essentiellement orienté vers un seul partenaire. En effet, l'Australie, le Danemark et la Nouvelle-Zélande réalisaient plus de 50 % de leurs exportations respectives vers le Royaume-Uni. Le Canada, lui, 30 % vers cette même nation, et plus de 40 % vers les États-Unis. De plus, ces quatre pays présentaient un ratio d'endettement extérieur sur le total de leur dette assez élevé. Une fois leurs deux groupes de pays définis, les auteurs testent l'impact des variables suivantes sur la sortie de l'étalon de change-or, le PIB par habitant, le taux de croissance du PIB par habitant, le taux de croissance des réserves en or, la part des exportations vers des pays ayant dévalué, la part de la dette en monnaie d'un pays ayant dévalué, la part de la dette extérieure sur la dette totale, l'existence de crises bancaires, l'instabilité gouvernementale, si le pays appartient au cœur du régime, et enfin une variable prenant en compte les caractéristiques propres à chaque pays (culture, politique, *etc.*). Il ressort alors de leurs résultats que selon l'appartenance à la périphérie ou au cœur de l'étalon de change-or, les facteurs à l'origine de l'abandon de ce système monétaire furent différents. En effet, pour les nations de la périphérie, les variables déterminantes furent la part des exportations vers des pays ayant dévalué, la présence de crises bancaires, l'instabilité gouvernementale, et le niveau de réserves en or. Ainsi ces pays montrent un schéma commun d'abandon de l'or, dans lequel, la baisse de l'activité et des réserves, le déclenchement de crises financières et l'instabilité gouvernementale, jouèrent un rôle déterminant. Inversement, les nations au cœur de ce régime semblent avoir mieux résisté, car elles en eurent plus la capacité mais aussi la volonté. Pour elles, les éléments communs déterminants dans l'abandon de l'étalon-or, furent alors qu'elles avaient un PIB par tête plutôt faible, que leurs réserves en or s'effondrèrent, et surtout le fait que d'autres avaient déjà quitté l'or. De ce fait, les auteurs concluent que la distinction entre pays au centre et à la périphérie de ce système fut essentielle. Les premiers maintinrent plus longtemps leurs parités, car ils résistèrent mieux aux différents types de chocs de la dépression. Dans chaque groupe, les nations les plus riches furent également plus à même de maintenir ce système monétaire.

### II.2.3 L'analyse de l'abandon de l'or à travers les différents modèles de crises de change

Enfin, une dernière étude des facteurs ayant conduit à l'abandon de l'étalon de change-or par une nation plus ou moins rapidement, est celle de Nikolaus Wolf (2008). Il examine lui aussi les facteurs déterminants dans le rythme d'abandon de l'étalon de change-or au cours de la grande dépression. Pour cela, il s'appuie sur des données mensuelles couvrant la période de janvier 1928 à décembre 1936, pour huit pays européens, dont les cinq principales nations d'Europe Centrale, l'Allemagne, l'Autriche, la Hongrie, la Pologne et la Tchécoslovaquie, ainsi que trois de leurs principaux voisins, la France, l'Italie et la Suède. Le choix de ces pays est déterminé par la disponibilité des données mensuelles. Cependant, l'ensemble des stratégies et délais de sortie de l'or sont représentés dans cet échantillon, l'auteur considère alors que les résultats peuvent être généralisés. Cette étude analyse l'abandon du régime d'étalon de change-or à travers les trois générations de modèles de crises de change. Revenons dans un premier temps sur ces trois modèles.

Le modèle dit de première génération fut développé par Krugman (1979). Il montre qu'une crise monétaire ou crise de change, c'est-à-dire qu'un pays soit obligé d'abandonner la fixité de son taux de change et donc de dévaluer, peut se déclencher lorsque les fondamentaux macroéconomiques d'un pays se dégradent. Ces fondamentaux peuvent être une politique monétaire trop laxiste, d'importants déficits budgétaires, un niveau d'investissements risqués trop élevé, une régulation insuffisante, *etc.* La dégradation de telles variables peut ainsi miner la crédibilité des autorités monétaires, faisant apparaître une divergence entre les objectifs annoncés, la défense d'un taux de change en général, et les moyens pour y parvenir. La détérioration des fondamentaux provoque d'importantes sorties de capitaux, leurs détenteurs se protégeant d'une perte probable face à l'insoutenable du taux de change appelant une dépréciation prochaine. Dans le cas de la crise des années trente, ce modèle peut sembler pertinent pour les nations européennes importatrices de capitaux, qui, à la suite de l'assèchement du marché international des capitaux, consécutif en particulier aux décisions monétaires américaines (Eichengreen [1992]), connurent alors un choc sur leurs fondamentaux, notamment leurs balances des paiements. D'autres facteurs purent également conditionner de manière individuelle la solidité économique de certains pays. Wolf cite notamment le retour à une parité-or difficilement

défendable, comme dans le cas du Royaume-Uni, la dépréciation du compte courant, due à la modification de la structure du commerce international dans l'entre-deux-guerres, ou bien pour l'Allemagne, la modification de l'exigibilité de sa dette extérieure après la renégociation de celle-ci dans le cadre du plan Dawes. Ces nouveaux paramètres purent ainsi affaiblir les fondamentaux de certaines nations, et soumettre la fixité de leurs changes à des tensions intenable avec le durcissement des conditions économiques. Maintenir l'étalon de change-or devint alors impossible pour elles, et elles durent se résoudre à dévaluer.

La seconde génération de modèles de crises de change fut développée en particulier par Obstfeld (1984). Ce modèle met en avant le rôle des anticipations de marché dans le déclenchement de crises monétaires. La détérioration des fondamentaux reste essentielle, cependant, ce sont les anticipations des agents qui déclenchent la chute du change. En effet, au moins deux équilibres sont possibles face à une dégradation des fondamentaux. Soit les marchés anticipent que les autorités monétaires pourront défendre la convertibilité de leur monnaie, et dans ce cas, le change n'est pas menacé. Soit au contraire, ils anticipent que les autorités n'auront pas les moyens, ou ne souhaiteront pas les mettre en place, et dans ce cas, les anticipations des marchés déclenchent la crise, les anticipations sont alors autoréalisatrices. Il existe un risque de contagion important de ce type de crise entre pays partageant des liens financiers ou commerciaux forts, car un certain mimétisme est présent dans les anticipations des agents. Wolf lie alors ce modèle au concept de « peur du flottement » (*fear of floating*) développé par Calvo et Reinhart (2000). Selon ces deux derniers auteurs, les pays en développement sont averses aux variations de leurs taux de change car ils manquent de crédibilité. Ce manque les pénalise alors pour accéder aux marchés de capitaux internationaux. Cet argument peut être appliqué à l'entre-deux-guerres, et au rôle approbateur que joua l'étalon de change-or, comme nous l'avons vu avec Bordo Edelstein et Rockoff (1999). Les différentes expériences d'inflation des années vingt, en amenant certaines nations à craindre un retour du chaos monétaire après l'abandon de l'or, peuvent les avoir poussées à adhérer plus longtemps à l'or. Le degré d'indépendance de la banque centrale nationale peut également avoir joué dans la crédibilité de la convertibilité-or d'un pays comme nous l'avons vu avec Simmons (1997).

Enfin, la troisième génération de modèles de crises. Celle-ci a évolué selon deux axes.

L'un, développé par Chang et Velasco (1998), s'appuie sur les modèles de retraits aléatoires ("random withdrawal models"). L'autre, par Krugman (1998), repose sur des modèles d'aléa moral. Ces modèles mettent en avant que des problèmes structurels dans les secteurs bancaires et financiers peuvent être à l'origine du déclenchement d'une crise de change. Ces fragilités peuvent également influencer la profondeur et la durée de la crise monétaire. Ainsi, ces modèles de troisième génération lient entre elles, crises bancaires et crises monétaires, que l'on appelle aussi crises jumelles. Dans le cas de la grande dépression, la déflation subie et menée dans le cadre de la défense de l'étalon de change-or, provoqua une hausse des salaires réels, des taux d'intérêt réels et de la dette réelle. Ces hausses entraînèrent une dégradation de l'activité industrielle, une hausse du chômage, et des pressions sur le système bancaire, conduisant à des faillites bancaires. Les autorités monétaires durent arbitrer entre la défense de l'équilibre extérieur, mais au prix d'une détérioration de celui intérieur et du risque de crises bancaires, ou la défense de la situation interne, mais au détriment de la convertibilité-or.

Pour tester ces hypothèses, l'auteur estime leur pouvoir prédictif dans l'abandon de l'étalon de change-or par un pays. Les variables utilisées sont les suivantes : le niveau des prix de gros, le taux de chômage, et un indice de production industrielle. Ces trois variables doivent mettre en avant, l'importance du choc déflationniste subi, comme cause de l'abandon de l'or. L'impact des crises bancaires est étudié à travers les crises bancaires subies par un pays. Mais comme mis en avant par Temin (2008) et Grossman (1994), la probabilité qu'une crise bancaire se déclenche augmentait en même temps que la durée de maintien de l'or. L'auteur contrôle alors la durée passée sur l'étalon de change-or lorsqu'une crise bancaire se déclenche. Pour mesurer l'influence des facteurs conditionnant les fondamentaux, Wolf intègre une variable indiquant la parité de retour à l'or dans les années vingt, une autre prenant en compte le changement d'accès aux marchés de capitaux pour l'Allemagne à la suite du plan Young, et enfin, une autre prenant en compte la valeur en or des exportations d'un pays. L'attachement d'un pays et sa crédibilité à défendre l'or est mis en avant par les variables prenant en compte le ratio de couverture-or et réserves de la monnaie en circulation, le niveau d'indépendance de la banque centrale, le maintien de l'or par le Royaume-Uni ou les États-Unis, et enfin, une variable indiquant le degré de démocratie d'un pays. Finalement, pour tester si l'intégration commerciale d'un



pays a pu affecter sa décision de rester sur l'or, en fonction du choix de ses partenaires commerciaux, des variables comptabilisant les flux commerciaux avec les principaux partenaires sont ajoutées. Une autre variable enregistre si un pays échangeait avec les nations encore sur l'or. De l'analyse, il ressort que l'élément essentiel pouvant expliquer la date de sortie d'un pays de l'or fut l'intensité de la déflation qu'il subit. Déflation qui semble avoir affecté les pays à travers la hausse du chômage et le phénomène de déflation par la dette qu'elle provoqua. D'autres facteurs ont cependant conditionné l'influence de la déflation. Le déclenchement de crises bancaires dans les nations débitrices nettes, donc dans l'esprit des modèles de troisième génération, augmenta alors la probabilité de sortie de l'or. De plus, la capacité à défendre l'étalon-or, reflétée par le niveau de couverture par les réserves de la monnaie en circulation, influença la durée de maintien de ce régime monétaire. Cette capacité dépendant ainsi du type de régime politique, de l'indépendance de la banque centrale, et de l'existence de dévaluations précédentes, donc dans le type des modèles de seconde génération. Les schémas d'intégration commerciale en Europe permettent également d'expliquer la date de sortie de l'or. Toutes les sorties sont bien prévues, sauf celle de la France qui aurait dû avoir lieu en juillet 1936 selon le modèle, au lieu de septembre. De même, le modèle prédit une sortie de la Pologne en 1932. L'importance des liens commerciaux, et surtout financiers et politiques entre ce pays et la France, peut alors expliquer son maintien plus long de l'étalon de change-or.

Il ressort alors de ces différents travaux que de nombreuses variables, économiques et politiques, affectèrent la durée de maintien de l'étalon de change-or face à la grande dépression. Ces facteurs soulignent alors l'importance de l'héritage de la Première Guerre mondiale, et de la manière dont il fut traité nationalement au cours des années vingt, dans la fin de ce système monétaire. En effet, la montée des revendications sociales rendit les démocraties plus sensibles aux intérêts des travailleurs, rendant la défense de l'or plus difficile. De même, la recherche de crédibilité monétaire après les désordres des années vingt, l'hyperinflation en particulier, amena certaines nations à maintenir plus longtemps ce régime. Enfin, les conditions de la crise, le déclenchement de crises bancaires, les niveaux d'inflation, de chômage, *etc.*, influencèrent également le temps de maintien de l'or. La distinction entre pays appartenant au cœur de ce régime ou à sa périphérie semble aussi pertinente. Mais l'importance de l'endettement public, un des héritages de la Grande

Guerre n'est que très peu pris en compte dans ces études. Seul Wolf (2008) intègre cette variable dans cette analyse. Nous reviendrons plus loin sur l'importance de ce facteur sur le délai de maintien de l'or au cours de la crise. Une autre limite des analyses vues précédemment, et qu'elles ne permettent pas de distinguer les raisons pour lesquelles certains pays abandonnèrent une des contraintes de l'étalon de change-or plutôt qu'une autre. C'est ce que nous allons tenter de comprendre maintenant.

### II.3 Le choix d'une contrainte à abandonner

Nous venons de voir que pour sortir de la grande dépression, une des conditions nécessaires, mais non suffisante, fut d'abandonner l'étalon de change-or. En se libérant d'une des contraintes du triangle des incompatibilités, les nations ayant quitté ce régime retrouvaient alors l'indépendance de leur politique monétaire et pouvaient l'utiliser pour mener des politiques de reprise. Mais si tous les pays finirent par abandonner l'étalon-or, ils ne le firent cependant pas au même moment. Certains le quittèrent dès les premiers temps de la crise. D'autres au contraire ne le firent que bien plus tard, en 1936 comme la France ou la Suisse, tandis que de nombreux pays étaient déjà sortis de la crise. Nous avons vu dans la section précédente, les facteurs qui affectèrent le temps de maintien de la convertibilité-or au cours de la crise des années trente. Cependant, pour retrouver une autonomie de la politique monétaire, l'abandon d'une seule contrainte du triangle des incompatibilités était nécessaire. Or, quitter le régime d'étalon de change-or pouvait se faire de deux manières, en renonçant à la fixité des changes, ou en suspendant la libre circulation des capitaux internationaux. Les nations qui se retiraient de ce système monétaire le faisaient en choisissant une de ces deux options, mais certaines optèrent pour les deux en même temps ou consécutivement. Une troisième façon de rompre avec les principes de l'étalon-or consistait à la mise en place de barrières aux échanges commerciaux. Les nations qui agissaient de la sorte tentaient de préserver leur équilibre extérieur en réduisant leurs sorties d'or liées aux importations. Cependant ces entraves au libre-échange ne leur permettaient aucunement de gagner en indépendance monétaire. La politique monétaire demeurait toujours contrainte par la libre circulation des capitaux et la fixité des changes, contrairement aux pays qui avaient dévalué ou mis en place un contrôle des capitaux. Ainsi, bien que ces pays rompaient partiellement avec une des normes de l'étalon-or, celle

de favoriser le libre-échange responsable de l'ajustement des balances dans ce système monétaire, les contraintes de ce régime continuaient à s'appliquer pleinement à eux. La mise en place de mesures protectionnistes ne constitua donc pas une forme d'abandon de l'étalon de change-or au cours de la crise des années trente, celles-ci ne permettant pas aux pays investisseurs de telles mesures de se déplacer au sein du triangle des incompatibilités. Ces mesures furent largement généralisées au cours de la grande dépression, la plupart des nations y recourant, qu'elles aient rompu ou non avec l'or, mais pas avec la même intensité.

Dans cette section nous essaierons de comprendre quels furent les facteurs responsables de l'abandon d'une contrainte plutôt que d'une autre. C'est-à-dire, pourquoi certaines nations décidèrent de dévaluer, alors que d'autres préférèrent mettre en place un contrôle des changes, et quels furent les déterminants du niveau de protectionnisme adopté par un pays.

### II.3.1 Dévaluation ou contrôle des capitaux

Les études présentées précédemment de Wandschneider (2008), N. Wolf (2008), H. Wolf et Yousef (2007), et Kuegler et Straumann (2010), si elles nous ont permis de comprendre les raisons pour lesquelles certaines nations abandonnèrent plus ou moins tardivement l'étalon de change-or, ne font pas de distinctions entre celles ayant quitté ce système monétaire en abandonnant la fixité des changes, et celles en ayant renoncé à la libre circulation internationale des capitaux. Ces auteurs n'étudient pas non plus le développement des barrières aux échanges commerciaux, ne considérant pas, à juste titre, cette entorse à une des normes de l'étalon-or comme suffisante pour être considérée comme un abandon. Ainsi leurs travaux ne permettent pas de distinguer les raisons ayant amené un pays à abandonner l'une plutôt que l'autre des deux principales caractéristiques de l'étalon-or. Seuls les travaux de Simmons (1997) tentent d'expliquer pourquoi certains pays augmentèrent plus que d'autres leurs barrières aux échanges. Cet auteur ne s'intéresse cependant principalement qu'aux facteurs politiques à l'origine de cette décision.

**II.3.1.1 Le choix de la dévaluation** Nous venons de voir les raisons qui amenèrent une nation à quitter l'étalon de change-or. Dévaluer sa monnaie était alors selon Ei-

chengreen, ou Bernanke, la meilleure réponse à apporter à la crise des années trente. Cette stratégie était la plus efficace pour lutter contre la récession, car elle permettait un relâchement de la contrainte monétaire et favorisait les exportations. La déflation était alors combattue par les pressions inflationnistes qu'une telle politique entraînait, et l'activité relancée par la baisse des taux d'intérêt et l'augmentation de la demande extérieure et intérieure. Ainsi, pour ces auteurs, cette option pour quitter l'or était la plus efficace et devait donc être celle choisie de préférence. Ils ne justifient cependant pas pourquoi certaines nations y eurent recours plutôt qu'au contrôle des changes. Une des seules raisons avancées par Eichengreen (1992), est que les États démocratiques considéraient l'utilisation des contrôles de change comme étant indigne pour une démocratie et que seuls des régimes autoritaires pouvaient y avoir recours. La Société des Nations condamnait d'ailleurs de telles pratiques, les rendant responsables en partie de l'approfondissement de la crise. Les principaux pays qui dévaluèrent alors leur monnaie furent le Royaume-Uni, le Portugal, l'Australie, le Danemark, la Norvège, la Suède, l'Afrique du Sud, les États-Unis, la Nouvelle-Zélande, le Canada. Après l'effondrement du bloc-or, la France, la Belgique, la Suisse, les Pays-Bas, *etc.*.

**II.3.1.2 Le choix du contrôle des changes** L'étalon de change-or pouvait également être abandonné en mettant en place un contrôle des changes. Ce que firent l'Allemagne, l'Autriche, la Hongrie, la Bulgarie, *etc.*. Cependant là aussi, les études ne permettent pas de distinguer pourquoi certaines nations décidèrent de contrôler les mouvements internationaux de capitaux plutôt que de dévaluer. Si Mitchener et Wandschneider (2015) étudient quelles furent les conséquences de ce choix, ils n'en donnent pas les raisons. Ils citent cependant des travaux de la Banque des Règlements Internationaux (BIS, Annual Report, 1935, 1936), qui soulignaient que ces types de contrôles avaient été utilisés par les pays pour mettre fin à des sorties massives de capitaux, notamment face aux crises financières de l'année 1931. Comme ces deux auteurs montrent que finalement les marges de manœuvre que ces mesures offraient, notamment en libérant la politique monétaire, ne furent pas utilisées, ils supposent que ces contrôles ont pu être maintenus par la suite par des nations qui craignaient de voir leurs changes flotter, dans l'idée d'une « peur du flottement » (*fear of floating*) (Calvo et Reinhart [2000]). De plus, ils montrent que ces contrôles furent également utilisés pour soutenir la balance courante en contrôlant les

importants, donc comme substituts à des mesures de protectionnisme commercial. Les pays qui avaient recours à ces méthodes pouvaient ainsi économiser leurs devises et les consacrer au service de leur dette extérieure. De ces analyses, on peut poser l'hypothèse que les nations qui employèrent le contrôle des changes plutôt que la dépréciation de leur monnaie, le firent car elles présentaient un fort taux d'endettement extérieur. En effet, selon cette hypothèse, si ces pays avaient mené une dévaluation de leur monnaie, alors ceux-ci auraient vu leur dette extérieure augmenter dans les mêmes proportions que la dépréciation de leur monnaie, alourdissant de ce fait le poids de leur dette. Ainsi, face à la crise des années trente et à la dégradation de leur situation externe et interne, ils durent abandonner l'étalon de change-or, mais sans pour autant pouvoir déprécier leur monnaie, leur dette extérieure risquant sinon d'augmenter fortement. Mais devant l'impossibilité de maintenir la convertibilité-or de leur monnaie, la seule solution qui leur restait était de mettre en place un contrôle de change. En agissant de la sorte, ils étaient ainsi libérés de la contrainte extérieure devenue insoutenable, sans pour autant voir leur dette extérieure augmenter. L'utilisation des contrôles de capitaux comme moyen de contrôler leurs échanges commerciaux et donc de soutenir leur balance commerciale peut également être analysée dans cette optique. Ils préservaient ainsi leurs ressources en devises pour le paiement de leur dette extérieure. L'expérience d'un passé de très forte inflation, voire d'hyperinflation, dans les années vingt, à l'instar de l'Allemagne, de l'Autriche ou de la Hongrie, peut également être supposée comme un facteur ayant conduit ces nations à mettre en place un système de contrôle des changes plutôt qu'une dévaluation, face à leur impossibilité de maintenir l'étalon de change-or. En effet, l'abandon des parités-or était associé au chaos monétaire des années vingt. Ainsi, en maintenant à la monnaie sa référence à l'or, même si celle-ci était dénaturée, puisque plus opérationnelle, la symbolique du régime monétaire était préservée et la confiance des agents maintenue. Mitchener et Wandschneider montrent d'ailleurs que ces pays n'employèrent pas la nouvelle liberté monétaire que leur conférait l'abandon de l'étalon-or, craignant toujours un retour de leurs anciens tourments. Ils continuèrent alors de suivre certaines des contraintes d'un système auquel ils n'appartenaient pourtant plus. Ainsi, les nations qui recoururent au contrôle des changes, le firent pour stopper les sorties massives de capitaux lors de crises financières notamment. Mais une fois les tensions financières passées, ces contrôles auraient pu être

levés et la monnaie dévaluée. La crainte d'un retour des désordres monétaires en cas de flottement, semble donc être un élément déterminant dans ce choix, et explique pourquoi les contrôles ne furent pas levés. Enfin, la dette extérieure semble être également un élément intéressant pour expliquer l'impossibilité de recourir à une dévaluation monétaire.

**II.3.1.3 Dévaluation et contrôle des changes** Certaines nations quittèrent également l'étalon de change-or en utilisant les deux options. Mais généralement elles le firent séquentiellement. C'est-à-dire qu'elles abandonnèrent d'abord l'une des contraintes de ce système monétaire, puis quelque temps après, la seconde. L'Autriche par exemple, mit en place un contrôle des changes dès 1931, puis dévalua sa monnaie en 1934. L'Italie fut aussi dans cette situation. Si on considère qu'elle quitta l'or en 1934 par la mise en place de contrôle des changes stricts, elle dévalua par la suite en 1936. De nombreuses nations d'Amérique Latine utilisèrent aussi ces deux options une fois l'étalon-or abandonné. Là aussi le rôle de la dette publique libellée en monnaie étrangère devrait pouvoir expliquer ces séquences. Dans un premier temps ces nations ne purent plus maintenir l'étalon-or, elles l'abandonnèrent alors par la mise en place de contrôles, la présence d'un endettement extérieur important les empêchant de recourir à une dévaluation, pourtant solution la plus opportune. Puis dans un second temps, plus tard au cours de la crise, elles firent défaut sur leur dette publique. À partir de là, elles pouvaient alors dévaluer leur monnaie, l'endettement extérieur étant liquidé. Elles pouvaient profiter des avantages de cette option pour sortir de la dépression.

**II.3.1.4 Le recours au protectionnisme, une alternative à l'abandon de l'étalon-or** Enfin, une troisième mesure fut utilisée face à la grande dépression et aux déséquilibres externes qu'elle amplifia, le recours aux mesures protectionnistes. Si ces pratiques constituèrent une atteinte à l'idéologie de l'étalon de change-or, notamment en entravant les mécanismes d'ajustement de la balance des paiements selon la Banque des Règlements Internationaux, elles ne peuvent pas être considérées comme un moyen d'avoir abandonné l'étalon de change-or, car elles ne permirent pas aux pays qui en usèrent de se libérer de la contrainte extérieure et de retrouver une indépendance monétaire. Le recours aux mesures protectionnistes fut cependant généralisé au cours des années trente, mais avec différentes intensités selon les nations.

L'augmentation des mesures protectionnistes correspondait alors à une tentative d'améliorer la balance courante en substituant aux importations, des productions nationales. Elle servait également comme mesures de rétorsion contre les augmentations tarifaires unilatérales ou les dévaluations monétaires de partenaires commerciaux. Une des premières mesures protectionnistes qui entraîna des représailles au cours de la crise fut américaine, en 1930, avec le Smoot-Hawley tariff. Cette loi fit alors passer le niveau moyen d'imposition des importations soumises à ce régime, de 40 à 47 %. Bien que les prix des exportations européennes de produits manufacturés à destination de ce pays augmentèrent, l'impact ne fut pas si important, car seulement 6 % des exportations de ce continent étaient dirigées vers les États-Unis en 1928. De même pour les pays d'Amérique Latine, cette hausse n'eut pas de grande répercussion, car ceux-ci exportaient principalement des matières premières alors libres de taxes (Irwin, [1993]). Rappelons, comme le précise Eichengreen (1989b), que la mesure américaine ne fut pas prise en réaction à la grande dépression, car bien qu'elle s'appliqua en 1930, donc après le retournement d'activité aux États-Unis, elle fut décidée au début de l'année 1929, donc avant le renversement de cycle. Elle eut cependant pour effet de dégrader les relations internationales et déclencha des mesures de rétorsion de la part des autres nations. Conybeare (1985) note qu'à la suite de la décision américaine, 61 nations augmentèrent leur niveau de protection dans les années qui suivirent. Après cette première période de représailles tarifaires, la seconde qui eut lieu selon Madsen (2001), le fut à la suite de l'abandon par le Royaume-Uni de sa politique de libre-échange. En votant l'Abnormal Importation Act en novembre 1931, puis l'Import Duties Act en février 1932, ce pays déclencha alors une nouvelle phase de rétorsion. Eichengreen et Irwin (2010) mettent eux aussi en avant de telles décisions après le Smoot-Hawley tariff, mais pour eux, la principale cause de la hausse des entraves aux échanges commerciaux internationaux fut les crises financières de l'année 1931, et l'abandon de l'étalon de change-or par de nombreux pays qu'elles provoquèrent, l'Allemagne, l'Autriche, la Hongrie, puis le Royaume-Uni en septembre 1931, suivis par de nombreux autres. En effet, certaines de ces nations quittèrent ce régime monétaire en mettant en place un strict contrôle des changes. De ce fait, elles limitèrent les opérations en devises et donc, les échanges commerciaux internationaux. Les contrôles des changes peuvent ainsi être considérés comme des mesures protectionnistes non tarifaires, visant à limiter les importations d'un pays en

réduisant l'accessibilité aux moyens de paiements internationaux. D'autres nations, autour du Royaume-Uni, dévaluèrent leurs monnaies et améliorèrent ainsi la compétitivité prix de leurs exportations. Le coût de leurs importations s'en retrouvait également renchéri, favorisant une substitution de leur production nationale à leurs importations. Les nations encore sur l'or réagirent alors à ces dépréciations monétaires, en augmentant leurs barrières commerciales, dans le but de protéger leurs balances courantes. Ainsi la France augmenta de 15 % ses taxes sur les importations britanniques et réduisit les quotas de ce pays. Le Canada et l'Afrique du Sud, qui ne dévaluèrent pas à la suite du Royaume-Uni, appliquèrent aussi des taxes à l'encontre de ce pays. En janvier 1932 l'Allemagne augmenta également ses droits de douane sur les importations provenant de pays ayant déprécié leurs monnaies. De même pour les Pays-Bas, nation pourtant traditionnellement attachée au libre-échange. Selon les données de la Société des Nations, le commerce international chuta alors de 16 % entre les troisièmes trimestres 1931 et 1932. Entre les années 1929 et 1932, Madsen (2001) évalue la baisse du volume des importations et des exportations à un peu plus de 30 %. Si la diminution de l'activité mondiale fut responsable d'une réduction de 14 % de ces volumes, la hausse des mesures tarifaires le fut à hauteur de 8 %, les mesures non tarifaires pour 6 %, et enfin, 5 % furent dus à l'augmentation des tarifs due à la baisse du niveau général des prix (pour les taxes ad valorem). Ainsi l'étude de Madsen établit que la hausse des barrières aux échanges serait responsable d'une diminution du volume des échanges de 59 %, tandis que la baisse de l'activité et des prix le seraient pour 41 %.

Eichengreen et Irwin (2010) étudient quelles furent les nations les plus à même d'augmenter leurs restrictions aux échanges. Selon leurs résultats, celles qui y eurent le plus recours furent celles qui maintinrent leurs parités-or. En effet, face à la dépression et à la dégradation de leur situation extérieure, les pays encore sur l'étalon de change-or mirent en place des barrières aux échanges, dans le but de limiter leurs importations et donc de protéger leur balance courante. Ces barrières, en augmentant le prix des importations, permettaient également de substituer à la production étrangère celle nationale. Cela favorisait donc l'activité interne et l'emploi, améliorant de ce fait la situation domestique. Les auteurs montrent également que les nations qui avaient augmenté leurs barrières commerciales lorsqu'elles étaient encore sur l'étalon de change-or, tendaient à les réduire



une fois qu'elles avaient abandonné ce système monétaire. Celles-ci devenaient en effet moins nécessaires pour soutenir les équilibres extérieurs et intérieurs, une fois la monnaie dévaluée. C'est ainsi que le Congrès américain vota le Reciprocal Trade Agreements Act en 1934, un an après avoir quitté l'or. Cette mesure donnait le pouvoir au président de réduire les taxes sur les importations dans le cadre d'accords avec d'autres pays. Quatre ans après cette loi, les hausses des droits de douane du Smoot-Hawley tariff étaient effacées. Les nations du bloc-or réduisirent également leurs entraves aux importations dès qu'elles déprécièrent leurs monnaies. Un mois après avoir quitté l'étalon de change-or en septembre 1936, la France diminuait ses taxes sur les importations entre 15 et 20 %. De même la Suisse réduisit ses taxes de l'ordre de 50 %. Le graphique suivant est extrait d'Eichengreen et Irwin (2010), et présente l'évolution du pourcentage moyen des taxes sur les importations de différents pays selon leurs stratégies face à la grande dépression, en 1928, 1935, 1938.

Nous pouvons voir que les pays qui dévaluèrent, ici les membres du bloc sterling, n'augmentèrent que très faiblement leurs droits de douane. En effet, ces pays qui avaient dévalué leur monnaie, virent leur balance courante s'apprécier, grâce à l'amélioration de la compétitivité prix de leurs exportations et le renchérissement du coût de leurs importations. La seule exception fut alors le Royaume-Uni, dont les taxes moyennes sur les importations augmentèrent fortement, ce qui correspondit à l'Abnormal Importation Act de novembre 1931 et à l'Import Duties Act de février 1932. Eichengreen et Irwin (2010) expliquent cette réaction britannique par plusieurs raisons. Ils citent notamment les travaux de Capie (1983), Williamson (1992) et Garside (1998), qui mettent en avant les facteurs politiques dans cette décision. En effet, le Parti conservateur arriva au pouvoir en octobre 1931, or celui-ci plaidait depuis longtemps déjà, pour un retrait de la politique de libre-échange du Royaume-Uni et un retour à des mesures protectionnistes. Il avait déjà réussi à modifier quelque peu la politique anglaise dans les années vingt avec le Safeguarding of Industries Act en 1921. Cette loi portait les droits de douane à 33 % pour les produits des neuf secteurs industriels les plus fragiles. L'autre raison de cette politique était que le Royaume-Uni, en tant que centre financier international, était la destination d'importants volumes de capitaux étrangers. Dans la crainte que ceux-ci se retirent massivement, ce qui aurait menacé la balance des paiements et donc la stabilité de

la livre, la mise en place de barrières aux échanges avait pour but de renforcer la balance courante, une des composantes de la balance des paiements (Eichengreen, [1990a]). Dans le cas des pays ayant mis en place un contrôle des changes, la hausse des mesures tarifaires ne fut pas généralisée. Si l'Allemagne, l'Autriche et l'Italie augmentèrent les leurs, la Hongrie et la Tchécoslovaquie n'y eurent que peu recours. En effet, contrôle des changes et protectionnismes peuvent être des substituts. La limitation de la disponibilité des devises peut suffire à diminuer les importations.

Ainsi pour Eichengreen et Irwin (2010), le recours au protectionnisme pour affronter la grande dépression est considéré comme un optimum de second rang. Celui de premier rang consistant à dévaluer comme nous l'avons vu précédemment. La hausse des barrières aux échanges fut donc une des réponses pour tenter de sortir de la crise, adoptée par les nations ayant maintenu l'or. Cependant cette stratégie, si elle offrait un certain secours dans la défense de l'équilibre externe, ne permettait pas de s'affranchir des contraintes de l'étalon de change-or et donc de combattre la déflation. De plus, par ces effets négatifs sur le commerce international et les politiques de représailles qu'elle entraînait, elle tendit à approfondir la déflation mondiale.

Simmons (1997), étudie également les facteurs responsables d'une hausse des barrières tarifaires pour un pays. Elle montre que les facteurs structurels furent déterminants dans le niveau et l'évolution du protectionnisme. Plus un pays avait un poids important dans le commerce international, et plus celui-ci avait tendance à avoir un niveau de protection élevé. L'ouverture internationale était corrélée négativement. Plus elle était importante et moins la nation usait d'entraves aux échanges. Ces résultats sont alors en accord avec les théories des échanges internationaux, soulignant l'incitation des acteurs les plus importants à essayer de modifier les termes de l'échange en leur faveur. De même, la dépendance au commerce international tend à diminuer l'utilisation de mesures protectionnistes. Enfin, un troisième facteur structurel déterminant au cours de cette période, fut la conjoncture économique. La détérioration de l'activité tendait à augmenter le recours aux tarifs pour se protéger. Simmons montre alors qu'au cours de la grande dépression, les pays les plus sensibles à cette variable furent le Royaume-Uni, le Canada et la Norvège. Les facteurs politiques internes influencèrent cependant aussi fortement le recours à ces pratiques commerciales. L'auteur montre ainsi que l'importance relative des partis poli-

tiques dans un parlement fut une des principales variables qui affectèrent l'évolution du niveau des taxes sur les importations. Pour la majorité des pays testés, excepté les trois précédents, ce fut même le plus déterminant. Les partis de centre droit étaient les plus disposés à augmenter les contraintes sur les importations, à l'inverse des partis de gauche. En effet, ces derniers considéraient que ces mesures conduisaient à une hausse du coût de la vie, et donc dégradaient la condition des travailleurs. Ils étaient alors plus disposés à dévaluer la monnaie qu'à augmenter les tarifs. L'instabilité gouvernementale et le degré d'indépendance de la banque centrale étaient aussi positivement corrélés avec les hausses tarifaires, cependant leurs significativités étaient assez faibles.

Un autre résultat mis en avant par Simmons, est que l'évolution des politiques commerciales d'un pays n'était pas conditionnée par celle de ses principaux partenaires économiques. Parmi son échantillon de pays, seulement six voyaient ce lien pertinent, mais ils ne représentaient que 11 % des flux commerciaux de l'étude. Pour les principales nations, les États-Unis, le Royaume-Uni, la France, l'Allemagne, l'Italie et la Belgique, représentant alors 89 % des échanges, cette relation n'était pas significative. Ainsi l'auteur conclut que la hausse du protectionnisme au cours de la grande dépression ne fut pas la conséquence de politiques de représailles commerciales. Les facteurs les plus pertinents permettant d'expliquer ce phénomène furent selon elle, d'ordre politique, avec la présence de partis de centre droit au pouvoir, et économique, avec le retournement conjoncturel. Ces résultats s'accordent avec ceux d'Eichengreen et Irwin (2010), pour qui les pays ayant eu le plus recours au protectionnisme furent ceux qui restèrent le plus longtemps sur l'or. Or, ceux qui maintinrent ce régime monétaire le plus longtemps, furent également ceux qui sortirent le plus tard de la dépression, donc qui connurent un recul de l'activité le plus long. De plus, ces mesures protectionnistes purent être menées en représailles aux dévaluations des nations ayant abandonné l'or, donc contre celles qui augmentèrent le moins leurs tarifs, d'où l'absence de représailles commerciales montrée par Simmons.



## CHAPITRE 2

# Le rôle de l'endettement public dans l'abandon de l'étalon de change-or

---



# I Défauts généralisés au cours de la grande dépression

## I.1 La dette publique, définitions et ampleurs

### I.1.1 Différentes formes d'endettement, définitions.

Avant d'étudier l'ampleur et les conséquences des défauts au cours de la grande dépression, il est important de bien cerner la notion de dette souveraine. L'endettement public peut se détailler de nombreuses manières, il peut être à court terme, long terme, taux fixes, taux variables, par émission de titres placés auprès du public ou d'institutions financières, par emprunt auprès d'intermédiaires financiers, de la banque centrale, d'autres États, *etc.* La distinction qui nous intéressera plus particulièrement ici et dont nous verrons par la suite pourquoi, est celle entre l'endettement public interne, que l'on appellera aussi domestique, et l'endettement public externe, ou extérieur. Cette distinction peut se définir de plusieurs façons. Reinhart et Rogoff (2010a), qui étudient dans de nombreux travaux les manifestations et conséquences des crises économiques, en particulier celles d'endettement, opèrent cette distinction à travers son aspect juridique. Pour eux, la dette publique intérieure est alors l'ensemble des dettes d'un État, émises dans le cadre national et soumises au droit national, quelles que soient la nationalité du créancier ou la devise dans laquelle la dette est libellée. Il existe donc une dette publique intérieure en devise étrangère, correspondant aux emprunts d'un État émis dans le cadre national et néanmoins libellés dans une devise différente de la monnaie du pays. La dette extérieure correspond aux dettes d'un pays envers des créanciers étrangers, publics ou privés, dont les conditions des contrats de prêts sont régies par la loi du pays créancier ou par le droit international. Ces conditions sont alors souvent déterminées intégralement par les créanciers. Cette distinction ne nous convient cependant pas. En effet, dans le cadre de cette réflexion sur les relations entre endettement public et blocs monétaires, elle ne nous semble pas être la plus pertinente. Il nous paraît, et c'est la définition que nous utiliserons par la suite dans le cadre de cette étude, que la différence importante à faire entre les dettes souveraines, est celle entre dette publique libellée en monnaie nationale et dette publique en monnaie étrangère. La dette publique interne ou domestique correspondra donc pour nous, à l'endettement public dans la monnaie du pays emprunteur. L'endettement extérieur ou externe, consistera alors, à la dette publique libellée en monnaie étrangère,

ou en monnaie nationale mais incluant une clause de change, de prix. La dette publique en monnaie nationale, mais comportant des clauses de change, ou une indexation sur des prix, celui de l'or par exemple, sera assimilée à la dette externe. En effet, en y incluant ce type de clause, l'État perd le contrôle sur sa dette, celle-ci étant indexée sur une variable qu'il ne contrôle pas. Dans le cas d'une dette interne, donc pour nous, une dette contractée dans la monnaie du pays emprunteur sans clause de change, l'État contrôle la monnaie dans laquelle il s'endette. Ainsi, comme le souligne De Grauwe (2013), celui-ci peut ne jamais être contraint à faire défaut sur cette dette. En effet, en cas de crise d'illiquidité, voire d'insolvabilité, il peut toujours forcer sa banque centrale à se porter acquéreur de ses titres. Dans le cas d'une dette externe, comme il ne maîtrise pas la monnaie dans laquelle il est endetté, il peut alors être amené à faire défaut sur cette dette contre son gré. De plus, cette distinction que nous faisons entre endettement interne et externe est essentielle dans le cas d'une dévaluation. En effet, un pays endetté en monnaie étrangère ou en monnaie nationale, mais avec une clause de prix, est exposé à un important effet de richesse en cas de dévaluation. La diminution de la valeur externe de la monnaie nationale entraîne un renchérissement de la dette publique exprimée en monnaie nationale, donc du service de la dette. Si la dévaluation ne permet pas une augmentation suffisante des ressources de l'État par la hausse de l'activité qu'elle favorise, la charge de la dette peut alors devenir excessive et pousser au défaut. Ainsi, en présence d'un endettement extérieur, un gouvernement peut être contraint dans sa politique de change, toute dépréciation monétaire provoquant un alourdissement de l'endettement. Dans le cas d'une dette souveraine libellée en monnaie nationale, une dévaluation n'a pas d'effet direct sur la valeur nominale ou réelle de la dette. La politique de change n'est donc pas directement contrainte par cette variable. Nous verrons plus loin l'importance de cette distinction entre endettement public interne et externe dans le cas des années trente.

### **I.1.2 Importance du financement par endettement au cours de l'entre-deux-guerres, dette interne et dette externe**

Au cours de l'entre-deux-guerres, les États s'endettèrent pour se financer. Toutes les nations ne recoururent pas avec la même intensité à ce mode de financement et il ne fut pas non plus utilisé de manière homogène au cours de la période. Abbas *et al.* (2010,



2011, 2014) proposent une nouvelle base de données sur l'endettement public des États sur longue période, à l'instar de Reinhart et Rogoff (2010a). À partir de leurs données, nous pouvons présenter une évolution de l'endettement public au cours de la période étudiée. À la veille de la Première Guerre mondiale, la dette publique rapportée au PIB atteignit 23 % pour les nations les plus avancées. Avec la guerre, ce ratio augmenta fortement. Cette hausse continua jusqu'au début des années vingt. Puis la tendance s'inversa et l'endettement public recula au cours de cette décennie. Mais avec le basculement dans la grande dépression, il se mit à nouveau à augmenter et atteignit un maximum en 1932, avec un ratio moyen d'endettement rapporté au PIB pour les pays les plus avancés atteignant 80 %.

Au cours de l'entre-deux-guerres, ces deux types de dettes ont alors été utilisés par les États. Cependant, une grande majorité des nations étaient endettées en devises étrangères, reflétant leur incapacité à le faire dans leur propre monnaie. C'est ce qu'Eichengreen et Hausmann (1999), et Eichengreen, Hausmann et Panizza (2002, 2005a, 2005b, 2003), appellent le « péché originel » (original sin). Seuls quelques pays avaient la capacité d'émettre des titres publics dans leur propre monnaie, les autres s'endettaient alors soit en monnaies étrangères, en général dans celles des principaux centres financiers internationaux, soit dans leur propre monnaie, mais en incluant une clause-or, les crédateurs étaient ainsi protégés d'une dépréciation de cette monnaie.

**I.1.2.1 Le cas de l'endettement externe** Certains États pour se financer par endettement, notamment auprès d'investisseurs étrangers, ne pouvaient le faire dans leur propre monnaie. Certains ne le peuvent d'ailleurs toujours pas. C'est cette incapacité que les auteurs cités précédemment désignent comme étant un « péché originel ». Dans une étude de 1999, Eichengreen et Hausmann définissent ce concept comme étant l'impossibilité pour un État d'emprunter à l'étranger dans sa propre monnaie, et même d'emprunter à long terme sur son marché dans sa propre monnaie. Plus tard, dans leurs travaux avec Panizza, ils restreignent cette contrainte à la seule incapacité d'emprunter à l'étranger dans sa propre monnaie. En effet, la possibilité de s'endetter en monnaie nationale à longue échéance sur le marché domestique peut être acquise en développant un marché financier national suffisamment profond. Si cette tâche n'est pas aisée, certains pays réussirent tout de même à développer cette capacité au cours de la seconde moitié du XXe siècle, comme

l'ont montré les exemples de la Thaïlande, du Chili, de la Hongrie, ou de l'Inde, avec des emprunts longs en monnaie nationale, à taux d'intérêt fixe et sans clause de change. Ainsi cette contrainte qu'éprouvent encore certaines nations aujourd'hui, dépendrait surtout de l'inexistence dans ces pays de marchés financiers suffisamment profonds. Au contraire, l'incapacité de s'endetter à l'étranger dans sa propre monnaie serait un fait difficilement surmontable que seuls quelques pays parmi les plus avancées auraient dépassé. De nos jours, les États-Unis, le Japon, le Royaume-Uni, la Suisse et la Zone Euro, seraient les seuls à pouvoir s'affranchir de cette contrainte.

Différents arguments peuvent alors expliquer l'incapacité d'un pays, d'un gouvernement, à s'endetter dans sa propre monnaie. Ces facteurs ne sont pas exclusifs et se renforcent plutôt les uns les autres. Le développement insuffisant de marchés financiers domestiques en est un. L'insuffisance de fonds prêtables nationaux, ou l'inefficience des marchés financiers dans la rencontre entre offre et demande de capitaux au niveau domestique, peuvent contraindre un État à se tourner vers les marchés financiers internationaux pour se financer, et donc à emprunter en devises étrangères. Cette situation peut cependant être dépassée à long terme, par le développement de marchés plus performants, comme les exemples du Chili, de la Hongrie, *etc.*, l'ont montré. Une autre origine du « péché originel » est le manque de crédibilité des autorités monétaires et budgétaires de ces pays. Face à un choc économique, ou des difficultés plus générales, celles-ci peuvent être tentées de dégrader la valeur interne ou externe de leur monnaie, dépréciant ainsi la valeur réelle de la dette. Les investisseurs peuvent alors être réticents à prêter à un État dans une monnaie qu'il peut manipuler. Le recours à une devise étrangère, ou à une clause de change ou or dans le cas de prêts en monnaie du pays, est donc un moyen de se prémunir contre le risque de dépréciation de la monnaie de l'emprunteur. Ize, Levy et Yeyatti (1998) et Ize et Parrado (2002), ajoutent également la préférence des prêteurs nationaux pour l'acquisition d'actifs en monnaie étrangère. Enfin, une autre raison peut être le coût trop élevé d'un endettement en monnaie nationale. Dans le cas d'un pays dont les politiques monétaires ou budgétaires paraissent peu crédibles, un emprunt en monnaie nationale sera assorti d'un taux d'intérêt incluant une prime de risque élevée, alourdissant alors le coût de la dette. Cette prime et donc le coût qui y est associé, reflétera la probabilité que la dette réelle de l'État peu crédible se déprécie, et cela, même si le risque ne se matérialise pas.

Si l'État sait qu'il n'utilisera pas un tel procédé, contrairement à ce que sa crédibilité peut laisser croire aux investisseurs, l'endettement en devise étrangère, en garantissant ces derniers contre une manipulation de la monnaie d'emprunt, fait diminuer la prime de risque et donc le coût de l'endettement. Ainsi le recours à une dette publique externe peut être un moyen pour un État peu crédible de diminuer le coût de sa dette.

Ainsi au cours de l'entre-deux-guerres, les nations qui ne pouvaient pas s'endetter dans leur propre monnaie le faisaient auprès des quelques prêteurs internationaux. Les principaux pays créditeurs étaient les États-Unis, le Royaume-Uni, la France, la Suisse et la Belgique. Pour les prêts à long terme, les deux premiers furent les plus importants, car comme le rappellent Eichengreen et Portes (1986), presque deux tiers des investissements internationaux à long terme en valeur furent le fait de ces deux nations. Feinstein et Watson (1995) évaluent à 9 milliards de dollars, voire 11 milliards, le flux de capitaux internationaux entre 1924 et 1930. De ce montant, 60 % seraient originaires des États-Unis, le Royaume-Uni aurait prêté 1,3 milliard, soit 14,4 % et la France, 1,34 milliard. Le reste provenant de la Suisse, des Pays-Bas, de la Tchécoslovaquie et de la Suède. Sur ces neuf milliards, la partie investie en Europe l'était pour moitié à long terme et l'autre à court terme. Le nombre d'emprunteurs était beaucoup plus élevé. Le premier destinataire de ces flux était l'Allemagne qui en recevait alors environ un tiers. La Première Guerre mondiale l'avait fait passer de prêteur international à celui d'emprunteur net. Un quart en plus de ces capitaux étaient aussi investis dans d'autres pays européens. Les quatre dominions anglais recevaient quant à eux environ un cinquième du flux, l'Amérique du Sud et Centrale également un cinquième.

**I.1.2.2 L'importance relative de la dette intérieure** Mais certains États réussissaient également à financer une partie, voire la totalité de leur dette par des titres libellés dans leur propre monnaie. Cette part de l'endettement public a été moins étudiée, notamment à cause de la plus grande difficulté à recueillir les données adéquates. Dans une série d'articles, Reinhart et Rogoff (2010a, 2011a) étudient cette composante de l'endettement public, des années 1900 à aujourd'hui. Il faut cependant se rappeler que leur définition de la dette domestique prend en compte celle en monnaie nationale incluant des clauses-or ou de change. Trois faits saillants ressortent alors de leurs travaux. Sur la période étudiée, la part de l'endettement public interne est élevée. Il représente en effet presque les deux

tiers de la dette publique totale de leur échantillon de 64 pays. Son importance permet alors à ces deux auteurs d'expliquer pourquoi de nombreux pays font défaut sur leur dette extérieure à des niveaux d'endettement pourtant plutôt faibles. Leurs dettes internes sont en fait élevées au moment du défaut. Ces résultats offrent aussi une justification du niveau d'inflation que connaissent certaines nations, bien au-dessus de ceux optimaux auxquels une pratique rationnelle du seigneuriage conduirait. Ces hauts niveaux d'inflation permettraient alors de réduire une partie de la dette domestique en érodant sa valeur réelle.

Leurs données pour l'entre-deux-guerres font alors apparaître l'importance relative de la dette souveraine interne sur l'endettement public total. Pour les pays les plus avancés d'Amérique du Nord et d'Europe, ce ratio se maintient aux environs de 90 % tout au long de la période pour l'Amérique du Nord. Pour l'Europe, il se situe vers 80 % au début des années vingt, puis diminue au cours de cette décennie jusqu'à 60 %, pour finalement remonter à partir de la suivante et finir par atteindre 90 % à la veille de la Seconde Guerre mondiale. Pour les pays émergents de l'époque, cette part est beaucoup plus faible, et l'évolution plus contrastée. Pour les pays d'Amérique Latine, au début de l'entre-deux-guerres, elle se situe aux alentours de 45 %, puis décroît jusqu'à la deuxième moitié des années vingt, atteignant 30 %, puis croît de nouveau jusqu'à un maximum d'environ 40 % au milieu des années trente. Pour l'Asie, la situation est différente, elle entame la période avec un niveau de dette publique interne rapporté au total de la dette, aux alentours de 35 %, puis cette part augmente continuellement au cours de l'entre-deux-guerres, pour être à plus de 55 %. Pour l'Afrique, au début des années vingt, la part est de plus de 30 %, mais décroît jusqu'à un point au début des années trente, à environ 20 %. Puis ce ratio augmente à nouveau, pour terminer à la veille du second conflit mondial, au même niveau que celui à la sortie de premier conflit.

Cette dette interne, toujours selon les travaux de Reinhart et Rogoff, était essentiellement à long terme. Pour l'ensemble des pays étudiés entre les deux conflits mondiaux, l'endettement domestique long représentait entre 70 et 80 % de la dette interne totale. Pour les pays d'Amérique Latine, si à l'issue de la Première Guerre mondiale elle dépassait les 80 %, au début des années trente, elle n'était plus que de 50 %. Il faut cependant se rappeler que pour Reinhart et Rogoff, l'endettement interne comprend l'endettement en monnaie nationale mais incluant une clause de prix, l'or en général au cours de cette

période. Ainsi, si de nombreux pays aujourd'hui frappés du « péché originel », semblaient présenter au cours de l'entre-deux-guerres, un endettement en monnaie nationale relativement important par rapport à leur endettement total, aux alentours de 30 à 40 % pour les nations d'Amérique Latine, d'Asie et d'Afrique, il est très fortement probable que ces dettes en monnaie nationale étaient frappées d'une clause-or. L'endettement interne comme nous l'entendons, c'est-à-dire sans clause, n'était essentiellement le fait que des nations européennes les plus avancées et des États-Unis.

## **I.2 Les défauts au cours de la crise**

### **I.2.1 Différentes façons de faire défaut**

Mais au cours de la grande dépression, une grande partie des États firent défaut sur leur dette publique, qu'elle soit domestique ou extérieure. Là aussi, l'attention s'est essentiellement portée sur les défauts souverains en monnaie étrangère. Deux raisons à cela. La première est comme nous l'avons vu, la moins grande disponibilité des données sur la dette publique intérieure. La seconde est quant à elle, la plus grande difficulté de repérer un défaut intérieur.

En effet si nous prenons la définition de Reinhart et Rogoff (2010a), un défaut souverain extérieur « se définit comme l'incapacité d'un État à assurer le paiement du principal ou d'un intérêt à la date convenue (ou dans la période de grâce spécifiée). Ces épisodes comprennent des cas où la dette rééchelonnée est finalement apurée dans des conditions moins favorables que celles des obligations d'origine ». Selon cette définition, nous pouvons comprendre qu'un épisode de défaut souverain n'est pas limité à l'arrêt définitif des remboursements. Souvent, dans le cas de crise de la dette, l'accord final avec les créanciers paraît indéterminé et se produit longtemps après le premier incident de paiement. Une des raisons à cela est notamment la difficulté de négocier avec les créanciers, lorsque ceux-ci sont en nombre assez élevé. Ainsi, dans le cas de la dette extérieure, l'incidence d'un défaut est plus aisément identifiable, celui-ci correspondant alors à toute première impossibilité de remboursement par l'État emprunteur. La fin d'un épisode d'une crise de la dette est plus difficilement cernable, les accords entre l'emprunteur et ses créanciers s'étendant généralement sur de très longues périodes.

Dans le cas d'une dette publique domestique, la détermination d'un épisode de défaut

est plus compliquée. En effet, pour l'endettement interne, deux types de défauts peuvent être enregistrés, les défauts *de jure* et ceux *de facto*. Pour le premier type, la définition donnée précédemment pour un défaut souverain externe s'applique également, mais ici dans le cas d'une dette interne. Reinhart et Rogoff (2010a) rajoutent également le gel des dépôts bancaires et, ou, la conversion forcée des dépôts en monnaie étrangère dans la monnaie locale. Un défaut souverain *de jure* sur la dette interne peut donc être finalement presque autant identifiable qu'un défaut sur la dette externe, à ceux-ci près, que les informations sur le premier sont moins disponibles. Il intervient alors dès le premier incident de paiement de l'État, ou l'utilisation de mesures telles que le gel des dépôts bancaires. Les défauts internes *de jure* sont cependant beaucoup plus rares que ceux externes. Sur leur période d'étude d'un peu plus d'un siècle, Reinhart et Rogoff (2011a) en dénombrent 68, à comparer aux 250 sur la dette extérieure depuis le début du XIXe siècle. Ils soulignent également que si la probabilité d'un défaut *de jure* sur la dette interne est plus faible que pour celle externe, il se produit en général lors de conditions macroéconomiques bien plus dégradées.

Mais si les défauts internes sont plus difficilement identifiables et paraissent moins nombreux que ceux externes, c'est parce que l'État peut également faire défaut *de facto* sur sa dette domestique. Un défaut *de facto* correspond à la diminution du poids de l'endettement par réduction de la valeur réelle de la dette, sa valeur nominale restant inchangée. Pour y parvenir, l'État peut recourir à l'inflation. En érodant le pouvoir d'achat de sa monnaie, il diminue la valeur réelle de sa dette interne. C'est pour cela que nous classons la dette domestique avec clause-or ou de change, dans la dette extérieure, car sa valeur réelle n'est pas affectée par l'inflation, les contrats s'en garantissant par cette clause. Ainsi, la différence entre dette domestique ou extérieure, plus que d'être fondée sur son cadre juridique, correspond à la capacité qu'a l'État à la contrôler, à travers l'inflation notamment. Il est donc beaucoup plus difficile de déterminer la présence d'un défaut *de facto*. En effet, pour que l'inflation érode la valeur réelle de la dette, il faut qu'elle soit non anticipée, le taux d'intérêt réel servi devant être négatif. Ce procédé de désendettement est donc surtout efficace dans le cas d'une dette dont la maturité est longue. Si elle est courte, lorsque les titres arrivent à échéance, soient ils ne sont pas renouvelés au taux d'intérêt présent et l'État peut alors être acculé au défaut, soient les taux sont augmentés

pour prendre en compte la hausse du niveau général des prix, et dans ce cas l'inflation ne permet plus de réduire la dette. Il est donc difficile de déterminer un défaut *de facto*, notamment parce qu'il n'existe pas de seuil à partir duquel la réduction de la valeur réelle de la dette par l'inflation peut être considérée comme un défaut. Un défaut souverain pourrait même être évoqué dès que l'État tente d'influencer le niveau d'inflation pour tromper les anticipations des agents et ainsi obtenir un taux d'intérêt réel inférieur à celui anticipé. Un gouvernement a également un autre moyen de faire défaut *de facto* sur sa dette interne comme le montrent Reinhart et Sbrancia (2011) et Reinhart, Reinhart et Rogoff (2015). Il peut recourir à ce que ces auteurs appellent la « répression financière », c'est-à-dire, dans un cadre d'une liberté de circulation des capitaux internationaux limitée, l'État peut par différentes obligations légales, contraindre les agents nationaux (notamment les banques et fonds d'investissement) à investir dans ses titres de dette, mais à un rendement inférieur à celui qu'un marché en libre concurrence aurait proposé. La rentabilité de ses titres peut même être négative si une hausse du niveau général des prix est associée à cette stratégie de répression financière. Ces auteurs montrent que ce procédé fut largement utilisé des années 1960 jusqu'au début des années 1980. Là aussi, cette stratégie de réduction de la dette par érosion de sa valeur réelle est plus difficilement perceptible que lors d'un défaut *de jure*. En effet, il est également compliqué de détecter et de définir à partir de quand ce type de défaut se produit. L'inflation et la répression financière sont donc des moyens à la disposition d'un État pour lui permettre de réduire le poids réel de son endettement domestique. Ces défauts *de facto*, plus difficilement identifiables que ceux *de jure*, semblent également plus « simples » à utiliser pour un gouvernement, notamment car leurs coûts semblent moins élevés pour l'État. En effet, ils ne nécessitent pas de renégociation des contrats de dette avec de multiples créanciers, ne provoquent pas d'exclusion des marchés financiers, de sanctions de la part de pays créanciers, de perturbation des échanges commerciaux, *etc.*, comme dans le cas de défauts *de jure*. En cas de défauts *de facto* par inflation, les coûts à supporter sont ceux classiques de l'inflation (distorsion des prix, incertitude, coûts de menu, *etc.*). Mais pour qu'une augmentation du niveau général des prix puisse réduire significativement la valeur réelle de la dette publique, elle doit se produire à l'insu des créanciers. De même pour la répression financière, dont l'efficacité est améliorée par la hausse du niveau général des

prix non anticipée, elle a lieu dans un cadre général, où une certaine réglementation sur les mouvements financiers existe, rendant celle sur la dette publique moins apparente.

Une autre raison expliquant le nombre moins élevé de défauts *de jure* sur la dette domestique que sur la dette externe, est qu'elle est moins soumise à des crises de liquidités pouvant conduire à des crises d'insolvabilité, et donc au défaut. En effet, comme Calvo (1988) le montre, lorsque les investisseurs sur la dette publique modifient leurs anticipations sur la capacité de remboursement d'un État, dans le cas d'une récession qui conduirait à une hausse des déficits publics par exemple, ils retirent alors leurs capitaux de ce marché, c'est le principe du « sudden stop ». Dans le cas d'une dette en monnaie étrangère, le manque de liquidité sur le marché entraîne une hausse des taux d'intérêt, qui accroît le service de la dette. Cette hausse du coût de l'endettement peut amener l'État à ne plus avoir de ressources suffisantes pour rembourser ses créanciers. L'État peut donc passer d'une situation d'illiquidité, déclenchée par le retrait rapide des capitaux, à une situation d'insolvabilité, provoquée par la hausse du coût de la dette. Les anticipations sont alors autoréalisatrices, le pays devenant insolvable car les investisseurs craignaient qu'il le devienne. Dans le cas d'une dette publique domestique, le retournement des anticipations des agents ne peut pas pousser un État d'une crise d'illiquidité à une crise d'insolvabilité. En effet, en cas d'un assèchement de la liquidité qui contraindrait l'État à rehausser les taux d'intérêt servis sur sa dette, si cette augmentation devait le conduire à l'insolvabilité, il peut toujours en dernier ressort faire appel à sa banque centrale pour qu'elle se porte acquéreuse des titres arrivant à maturité. Dans la mesure où l'État possède toujours un certain pouvoir sur la monnaie nationale, il peut donc ne jamais être frappé par l'illiquidité du marché et être forcé de faire défaut. Il n'y a que dans le cas d'une union monétaire dont les membres partagent la même monnaie, qu'une dette en monnaie nationale peut conduire au défaut *de jure* lorsque le pays est frappé d'insolvabilité ou même d'illiquidité. En effet comme le montre De Grauwe (2013), les participants à ce type d'union monétaire, en abandonnant leur monnaie en profit d'une commune, perdent tout contrôle sur celle-ci, et donc sur la possibilité de recourir à la création monétaire en cas de tensions sur la dette publique.



### I.2.2 Description des défauts

La grande dépression fut une période de défauts massifs. Défauts *de jure* et *de facto*, sur les dettes publiques domestiques et externes. Parmi ces défauts, les mieux documentés sont ceux *de jure* sur l'endettement extérieur. Ceux sur la dette interne, souvent *de facto*, le sont beaucoup moins, car plus difficilement identifiables. Reinhart et Rogoff (2013a) trouvent pour leur échantillon, que plus de 45 % des nations firent défaut *de jure* au cours de cette crise.

Les défauts sur la dette externe furent très importants sur cette période. Eichengreen et Portes (1989) estiment qu'au moins deux tiers des titres de dettes étrangères libellées en dollar firent défaut. Ce même type de titres en livre furent également non remboursés, mais dans une mesure quelque peu moindre. Les défauts sur la dette externe eurent alors lieu en trois phases selon Eichengreen et Portes (1990a). La première, correspondant à l'année 1931, fut dominée par les défauts sur la dette publique extérieure des pays d'Amérique Latine. Le service de la dette fut alors au minimum partiellement suspendu par pratiquement toutes les nations de ce continent sauf l'Argentine. La seconde phase s'étendit du début de l'année 1932 jusqu'au milieu de 1933. Elle concerna alors les pays d'Europe du Sud et de l'Est. Tous ne firent pas défaut dans les mêmes proportions, mais presque tous suspendirent en partie leurs remboursements. La troisième phase, coïncidant avec la Conférence Économique Mondiale, fut dominée par le défaut de l'Allemagne, le plus important emprunteur en monnaie étrangère. Une quatrième phase peut être rajoutée à celles d'Eichengreen et Portes, proposée par Reinhart (2013). Elle correspond au milieu de l'année 1934, lorsque toutes les nations firent défaut sur leurs dettes de guerre. Ces dettes correspondaient aux prêts consentis par le gouvernement américain envers d'autres gouvernements pour financer les dépenses de guerre, puis une fois celle-ci terminée, celles de réparation et de stabilisation. Elles concernaient alors 17 pays qui firent tous défaut, excepté la Finlande. Le défaut *de jure* sur ces dettes fit suite à celui *de facto* qui débuta dès l'année 1931 ou 1932. En effet, en juin 1931, le président Hoover proposa un moratoire d'un an sur les dettes de guerre et les réparations allemandes. Mais lorsque celui-ci prit fin en 1932, les remboursements ne reprirent que de manière irrégulière. Si le Royaume-Uni, l'Italie, la Tchécoslovaquie, la Finlande, la Grèce, la Lettonie, la Lituanie, la Roumanie et la Yougoslavie servirent leur dette au 15 décembre 1932, la France, la Belgique, la Pologne,

l'Estonie et la Hongrie ne le firent pas. Les défauts de ce dernier groupe peuvent alors être datés à l'année 1932. Le premier groupe ne fit ensuite que des paiements symboliques en 1933. Après juin 1934, plus aucune de ces nations, excepté la Finlande, ne remboursa ses dettes de guerre envers les États-Unis. Reinhart (2013) choisit donc cette dernière date pour comptabiliser ces défauts. Le défaut extérieur de l'Allemagne suivit lui une voie différente. En juin 1931, le moratoire Hoover suspendait les réparations pour un an. Mais dès juillet 1931, ce pays mettait en place un système de contrôle des changes pour limiter les sorties de capitaux qui menaçaient son système financier. En février 1932, l'Allemagne instaurait un moratoire sur le remboursement des dettes commerciales extérieures. En juillet de cette même année, au cours de la conférence de Lausanne, le plan de remboursement des réparations prévues par le plan Young de 1929 était annulé, et remplacé par un montant de cinq milliards de marks. Mais en mai 1933, l'Allemagne fit défaut sur sa dette de manière unilatérale et étendit ses contrôles des changes. Le Royaume-Uni et la France furent également touchés par ces défauts sur les dettes de guerre. Elles ne perçurent plus les réparations allemandes, ainsi que les remboursements des prêts qu'elles avaient elles-mêmes accordés. La Grèce par exemple avait une dette de guerre équivalente envers les Anglais qu'envers les Américains. L'Australie de même était endettée envers le Royaume-Uni, et suspendit ses paiements dès le début des années trente.

De nombreuses nations firent également défaut sur leur dette domestique au cours de la grande dépression. Si certaines le firent *de jure*, en abandonnant, reportant ou diminuant leurs remboursements, d'autres le firent *de facto*, c'est-à-dire en réduisant la valeur réelle de leur dette grâce à l'inflation, ou en « forçant » les capitaux à s'investir dans les titres publics par la répression financière. Reinhart et Rogoff (2011a) listent certains des défauts ou restructurations sur les dettes internes. Notons parmi ceux-ci le cas de la France, qui en 1932 convertit des Bons aux taux entre 5 et 7 %, en des Bons à 4,5 % d'une maturité de 75 ans. Le Royaume-Uni transforma lui ses titres de dette de la première guerre mondiale en rente à 3.5 %. À ces défauts *de jure* se rajoutèrent d'autres *de facto*. Les États-Unis par exemple firent défaut *de facto* sur leur dette interne. Reinhart et Rogoff (2013) considèrent en effet que l'abandon par les États-Unis de sa parité-or en mars 1933, puis l'adoption du « Gold Reserve Act » en janvier 1934, loi qui parmi d'autres

mesures déliait la dette du Trésor américain de l'or, et enfin l'établissement d'une nouvelle parité-or le 31 janvier 1934, dépréciée de 40,9 % par rapport à celle de 1933, constitua un défaut sur la dette publique interne américaine. Cependant si la dette américaine était indexée sur l'or, alors selon notre définition initiale, ce défaut constituerait un défaut externe. Reinhart et Rogoff (2010) dénombrent également certains défauts permis par une forte inflation. Ils concernent des nations d'Amérique Latine, à la fin des années trente, comme la Bolivie, le Costa Rica, l'Équateur, le Salvador, le Guatemala, le Honduras et le Nicaragua. Ils ne comptabilisent pas la France par exemple qui fit défaut de cette manière à partir de 1936 comme nous le verrons un peu plus loin.

### I.3 Causes et conséquences de ces défauts dans la littérature

La grande dépression a donc été comme nous venons de le voir, une période de défauts souverains intenses. Différentes raisons ont alors été avancées pour expliquer cette situation. Si la plupart tentaient d'expliquer les défauts externes, certaines de ces explications peuvent être également généralisées aux défauts domestiques.

#### I.3.1 Excès de financement de mauvaise qualité

Certains auteurs (Madden *et al.*, 1937, Mintz 1951, Kamm 1952) ont avancé comme raison à ces multiples défauts, l'excès de financements internationaux accordés au cours des années vingt, ainsi que leur mauvaise qualité. Cette décennie aurait été une période d'intense spéculation, au cours de laquelle les prêteurs auraient mal discriminé les emprunteurs en fonction de leurs capacités de remboursement. Ces prêts auraient été accordés après une mauvaise évaluation des risques encourus. Ces crises de la dette se placeraient donc, dans un cadre classique de boom spéculatif suivi d'un krach. Dans la phase haute, les agents sous-estiment les risques, le crédit est alors abondant et bon marché, et une partie des capitaux est investie, ici prêtée, à des emprunteurs peu sûrs. Puis lorsque les premières difficultés apparaissent, les premiers incidents de paiements, les anticipations des agents se retournent, les risques sont mieux évalués, voire sont surévalués, et la liquidité s'assèche sur le marché. Avec l'assèchement du marché, les difficultés des emprunteurs les moins fiables se révèlent, et ceux-ci font défaut. Les emprunteurs mêmes

Date	Défauts sur la dette intérieure	Épisode de conversion de dette domestique	Défauts sur la dette extérieure	Défauts sur les dettes de guerre
1928			Mexique	
1929			Équateur	
1930				
1931	Pérou	Australie	Turquie, Bolivie, Brésil, Chili, Pérou, République dominicaine	
1932	Chine, Grèce, Royaume-Uni, Uruguay	Australie, France	Allemagne, Grèce, Hongrie, Colombie, Costa Rica, Nicaragua, Panama, Paraguay, Salvador, Autriche, Bulgarie	
1933	Roumanie, États-Unis, Uruguay	Nouvelle Zélande	Roumanie, Guatemala, Uruguay	
1934	Uruguay	Italie		Royaume-Uni, France, Italie, Belgique, Russie, Pologne, Tchécoslovaquie, Yougoslavie, Roumanie, Grèce, Autriche, Estonie, Arménie, Finlande (fully repaid), Lettonie, Lituanie, Hongrie
1935	Canada (Alberta), Uruguay		Colombie	
1936	Espagne, Uruguay		Pologne	
1937	Espagne, Uruguay		Brésil	
1938	Espagne		Autriche, Salvador	
1939	Espagne		Allemagne	

Tableau 2.1 – Défauts au cours de la-grande dépression

D'après les données d'Eichengren (1992), Feinstein, Temin et Toniolo (2008), Reinhart et Roggoff (2010a)

les plus solvables peuvent également être amenés à faire défaut, à la suite de problèmes d'illiquidité par exemple, se retrouvant dans la situation décrite précédemment du « sud-

den stop » conduisant au défaut. Ces phases de boom et de krach peuvent s'expliquer par ce que Keynes appelle les esprits animaux, une forme de surréaction des anticipations des agents. De plus, cette situation aurait été exacerbée au cours de l'entre-deux-guerres par la concurrence que se livraient les places financières de Londres et de New York. La première voyant sa position d'avant-guerre, de « leader » incontesté, fortement remise en cause par la nouvelle puissance financière acquise par la seconde après la Grande Guerre. Cette rivalité aurait poussé, en particulier la place de New York, à émettre des titres de dette souveraine étrangère de moindres qualités. À cette rivalité entre centres financiers, qui pourrait avoir conduit à des excès, s'ajoutait la moins grande expérience américaine, qui put amener cette place à commettre des erreurs d'appréciation. Cet argument est cependant rejeté après avoir été testé par Eichengreen et Portes (1986, 1988, 1990a), et Flandreau, Gaillard et Panizza (2010). Le premier groupe d'auteurs étudie les différentiels de taux d'intérêt *ex ante* sur les dettes souveraines extérieures émises sur les marchés financiers de Londres et de New York. Ils les comparent à ceux des titres de dette publique domestique considérés sans risque, les bons du Trésor américains et les « consols » anglais. Ils montrent que les écarts de rémunérations entre ces différents bons permirent de compenser les pertes consécutives aux défauts sur les émissions américaines de titres étrangers, et plus que compensèrent celles anglaises. Le taux de rentabilité des dettes étrangères dépendit alors en grande partie au cours de cette période, de leurs dates d'émissions. Comme les plus anciennes furent servies dans un intervalle de temps plus grand, avant les défauts généralisés du début des années trente, leur rendement fut plus important. Flandreau, Gaillard et Panizza (2010) analysent eux le marché de New York, grâce à des données prenant en compte toutes les émissions de titres publics sur cette place au cours des années vingt. Ils démontrent que les intermédiaires financiers, dans l'objectif de maintenir leur réputation, discriminèrent correctement les différentes qualités de titres, en proposant des taux de rentabilité prenant en compte les risques propres à chaque titre. Ainsi, ces différentes études concluent que les défauts massifs sur les dettes souveraines extérieures au cours de la grande dépression, ne furent pas la conséquence d'investissements excessifs et de mauvaise qualité réalisés au cours des années vingt.

De plus, si l'entre-deux-guerres a souvent été décrit comme une période où d'importants volumes de capitaux à court et long terme circulaient internationalement, alors

source d'instabilité, comme James (2001) le rappelle, entre 1911 et 1913, le volume moyen des capitaux exportés chaque année à destination des pays en développement, par le Royaume-Uni, la France, l'Allemagne et les États-Unis, fut de 1,4 milliard de dollars. Cette même moyenne entre 1924 et 1928 atteignait 860 millions de dollars, et même 550 millions à prix constants. En retirant l'Allemagne de ces calculs, sa position étant assez particulière au cours de ces périodes, le flux de capitaux paraît finalement assez modeste.

### I.3.2 L'importance du choc externe

Dans la continuité de cette analyse, les défauts généralisés seraient plutôt la conséquence d'un « manque de chance », ou « bad luck », selon les termes de Flandreau, Gaillard et Panizza (2010). En effet, l'ampleur de la grande dépression fut telle, que le choc subi par les pays dégrada leurs fondamentaux économiques si fortement, qu'ils n'eurent plus les moyens de servir leurs dettes. Cette raison est notamment mise en avant par des auteurs comme Diaz-Alejandro (1983) ou Fishlow (1985). Les années vingt avaient vu la hausse de l'endettement externe de nombreux pays, notamment ceux d'Amérique Latine, exportateurs de matières premières. Parmi ceux-ci, certains voyaient leur dette extérieure rapportée à leurs exportations être supérieure à 100 %, et son service, représenter plus de 10 % du total de leurs exportations. L'Allemagne, principal emprunteur sur la période, avait un service de la dette extérieure représentant plus de 25 % de ses exportations. Avec le déclenchement de la grande dépression, ces pays furent alors touchés par une série de chocs externes, qui augmentèrent à la fois leurs charges de la dette, et réduisirent également leurs capacités à s'en acquitter. Un de ces premiers chocs externes fut le déclin soudain des financements américains et des autres nations créditrices en 1928. Le boom que connut la bourse de New York cette année-là, redirigeait l'épargne américaine auparavant en direction de l'étranger, vers son propre marché. Elle attirait aussi les capitaux des autres nations créditrices. Or, toujours en 1928, le service de la dette des pays emprunteurs en dollar était d'environ 800 millions de dollars selon les chiffres de Lary (1943) cités par Eichengreen et Portes (1989, 1990a). En 1927, les prêts extérieurs nets américains, à court et long terme, étaient de plus d'un milliard de dollars. En 1928, ce chiffre atteignait 700 millions, malgré le retournement de tendance opéré au cours de l'été. Mais à partir de 1929, ces prêts nets devinrent négatifs, les remboursements de la dette excédant les

nouveaux prêts consentis. Cet arrêt des financements américains rendit alors le renouvellement des dettes en cours impossible pour les pays emprunteurs. Puis, un deuxième choc toucha les pays exportateurs de matières premières, pour un très grand nombre emprunteurs en monnaie étrangère. La baisse continue des cours des produits primaires qui avait marqué les années vingt, s'intensifia très fortement avec le déclenchement de la grande dépression. D'après les données de Lewis (1949), entre 1929 et 1930, le cours moyen du blé chuta de 19 %, celui du coton de 27 %, de 46 % pour la laine, le café de 43 %, *etc.*. Entre 1929 et 1932, les indices de prix des produits échangés sur les marchés internationaux diminuèrent de 56 % pour les matières premières, de 48 % pour les aliments, et de 37 % pour les produits manufacturés. À cette forte baisse des prix des exportations, s'ajouta également celle de leurs volumes, à mesure que le commerce international se contractait sous les effets de la diminution de l'activité et de la montée des politiques protectionnistes. Toujours entre 1929 et 1932, le commerce international en volume chuta de 11 % pour les aliments et de 19 % pour les matières premières. Ainsi, pour Diaz-Alejandro (1983) et Fishlow (1985), cet effondrement des revenus des exportations augmenta le poids relatif et réel du service de la dette extérieure. Les gouvernements furent acculés à l'insolvabilité, conduisant aux défauts au cours de la grande dépression. L'assèchement des marchés de capitaux internationaux les priva ainsi de la possibilité de repousser leurs échéances. Cependant, toutes les nations ne furent pas frappées avec la même intensité. Selon leurs spécialisations, leurs termes de l'échange ne chutèrent pas autant. L'Argentine et l'Australie par exemple, dont les exportations étaient surtout orientées vers le blé, réussirent à continuer à servir leur dette extérieure. Le Brésil, spécialisé dans le café, ou la Bolivie dans l'étain, enregistrèrent eux de profondes dégradations de leurs termes de l'échange et stoppèrent leurs remboursements. Ces défauts massifs sur les dettes extérieures peuvent donc s'expliquer comme étant la conséquence d'un « manque de chance », les nations endettées, ayant été frappées par une crise économique dont l'ampleur était impossible à prévoir. La violence du choc, en réduisant fortement leurs capacités de remboursement, les conduisit alors à faire défaut sur leur dette extérieure.

### I.3.3 Les facteurs politiques et nationaux

Cette explication unique de ces séries de défauts a par la suite été contestée. Eichengreen et Portes (1986), en étudiant de manière plus large les origines. Ils trouvent ainsi que l'importance de la dégradation des termes de l'échange, ainsi que le niveau d'endettement des nations, influencèrent effectivement la probabilité de défaut souverain. Mais en plus de ces facteurs relatifs au poids de la dette et à la capacité de la servir, deux autres variables affectèrent la décision d'un pays de faire défaut sur sa dette extérieure. L'une fut les réponses apportées par les gouvernements en place face à ces chocs externes. En effet, les auteurs montrent que les nations qui réussirent à éviter l'apparition d'importants déficits budgétaires, en augmentant leurs revenus fiscaux ou en diminuant leurs dépenses, furent moins à même de faire défaut, contrairement à ceux qui n'y parvinrent pas. L'autre variable était d'ordre politique. Après avoir pris en compte les aspects économiques de la décision de faire défaut, Eichengreen et Portes font apparaître l'importance de contraintes politiques dans ce choix. Ils expliquent ainsi que sans la prise en compte de ce facteur, leurs résultats surestiment la probabilité de défaut de l'Australie. Si ce pays continua à rembourser sa dette malgré l'importante charge qu'elle représentait, ce fut en partie à cause de ses liens politiques étroits avec son principal créancier, le Royaume-Uni. Finalement selon ces deux auteurs, la décision pour les nations endettées de faire défaut sur leur dette souveraine extérieure, dépendit effectivement de l'importance du choc économique externe que représenta la grande dépression, de la vulnérabilité de ces pays à ce choc, mesurée ici par l'importance relative de leur dette, mais également des réponses apportées par ces pays en terme de politiques domestiques, et d'un ensemble plus vaste de facteurs politiques, comme l'existence de liens particuliers avec les nations créditrices.

### I.3.4 Conséquence de ces défauts

Ces défauts en série eurent alors des conséquences à la fois pour les nations créditrices, et pour celles débitrices.

**I.3.4.1 Pour les emprunteurs.** Du côté des emprunteurs, les nations qui firent défaut sur leurs dettes extérieures, et notamment celles qui le firent pour d'importants montants, connurent une reprise de l'activité plus rapide par la suite, comme le montrent



Eichengreen et Portes (1990a). En effet, pour celles qui au contraire tentèrent de maintenir leurs remboursements, les baisses de leurs revenus fiscaux à la suite du ralentissement de l'activité, ainsi que celles de leurs excédents commerciaux dus à la diminution des volumes et des prix de leurs exportations, firent fortement chuter leurs ressources disponibles pour servir leurs dettes. Elles durent alors se lancer dans des politiques budgétaires restrictives pour pouvoir dégager un excédent primaire suffisant, et monétaires, pour attirer ou maintenir les devises nécessaires au remboursement de leurs dettes en monnaie étrangère. Ces politiques participèrent à déprimer l'activité dans ces pays et tendirent à approfondir la crise. Inversement, les nations qui suspendirent leurs remboursements, n'en subirent plus la contrainte et ne furent pas forcées à de telles mesures par leur endettement extérieur. Les deux auteurs montrent que les pays qui firent les défauts les plus importants, furent aussi ceux qui connurent une reprise de l'activité la plus rapide après 1931. Il semblerait donc que les coûts en matière de perte de crédibilité, d'accès aux marchés financiers, ou de mesures de rétorsion, aient été inférieurs aux bénéfices procurés par un défaut. Le faible coût des défauts en termes d'accès aux marchés financiers internationaux, peut s'expliquer par l'assèchement presque total des fonds prêtables sur cette période, qu'elles aient ou non fait défaut. Eichengreen et Portes montrent également que celles qui répudièrent une partie importante de leurs dettes, ne furent pas par la suite, notamment au cours de l'après-Seconde Guerre mondiale, exclues des marchés de capitaux internationaux.

Les nations qui firent également défaut *de facto* sur leur dette interne connurent également une amélioration de leur situation par la lutte contre la déflation que ces pratiques entraînaient. En effet, la monétisation de leur dette interne provoqua une augmentation de la masse monétaire qui suscita une montée de l'inflation. Cette hausse des prix contribua alors fortement à lutter contre la déflation et retourna même cette tendance. Bordo (2012) suggère ainsi en s'appuyant sur les travaux de Friedman et Schwartz (1963), que si les États-Unis avaient usé de cette méthode, ils seraient certainement sortis plus rapidement de la grande dépression.

**I.3.4.2 Pour les crédateurs.** Ces défauts souverains externes eurent également des répercussions pour les pays crédateurs. En effet, comme le montre Accominotti (2012) à travers l'étude des banques d'affaires anglaises (« merchant bank »), les crises financières en Europe Centrale au cours de l'été 1931, eurent d'importantes répercussions sur la

situation du Royaume-Uni. La crise allemande en particulier, eut une très forte influence. Dans ce cas, la crise financière conduisit à la mise en place d'un système de contrôle des changes et de gel des dépôts bancaires, notamment ceux étrangers, constituant de ce fait une forme de défaut. Les mesures prises en Allemagne précipitèrent alors des sorties de capitaux au Royaume-Uni, rendant la défense de l'étalon-or pour ce pays de plus en plus difficile et précipitant son abandon. Ritschl et Sarferaz (2014) mettent également en avant que le défaut allemand contribua en partie à empirer la situation américaine, à travers certains canaux financiers. Enfin, Eichengreen (1992), souligne l'importance des défauts externes au début des années trente, comme facteur ayant contribué à la dégradation des balances financières des pays créditeurs, en réduisant leurs revenus financiers. Cette détérioration d'un des soldes de la balance des paiements de ces nations rendit la défense de leurs parités-or plus difficile. Ainsi dans le cas du Royaume-Uni, ce fut le poste de la balance des paiements, intérêts et dividendes perçus de l'étranger, qui diminua le plus.

## II Crises monétaires et crises d'endettement

Nous venons de voir qu'au cours de la grande dépression, les défauts, *de jure* ou *de facto* sur les dettes, internes ou externes, furent très nombreux. Une des raisons à cela fut l'ampleur du choc de la grande dépression. Mais nous allons tenter de montrer maintenant que ces hauts niveaux d'endettements publics atteints au cours de la crise furent une des causes de l'abandon de l'étalon de change-or. Nous allons voir que les nations qui adhéraient à ce système monétaire et dont la dette augmenta pendant la crise, furent à partir d'un certain seuil d'endettement, contraintes par ce régime dans leur capacité d'endettement, et qu'elles durent alors quitter l'étalon de change-or et faire défaut. Pour montrer cela, nous verrons dans un premier temps comment les crises économiques conduisent à une hausse de l'endettement, puis dans un second temps, comment un niveau élevé d'endettement peut conduire à une crise monétaire, c'est-à-dire dans le cas de l'entre-deux-guerres, à l'abandon de l'étalon de change-or.

## II.1 Les crises économiques, facteur d'augmentation de l'endettement

À l'orée de la grande dépression, toutes les nations n'avaient pas le même niveau d'endettement. Si le premier conflit mondial avait provoqué une très forte hausse de l'endettement public pour les belligérants, les différentes expériences nationales des années vingt, notamment en matière d'inflation, avaient entraîné des évolutions disparates. Ainsi, lorsque la crise éclata, certaines se trouvaient déjà frappées d'un lourd endettement, tandis que d'autres avaient retrouvé un niveau tolérable. La France, dont nous avons déjà vu l'exemple, avait, grâce à l'inflation de la première moitié des années vingt, atteint un niveau d'endettement en 1929 comparable à celui d'avant-guerre. Le Royaume-Uni au contraire, s'il était sorti du premier conflit mondial avec une dette plus modérée que son allié français, avait vu son poids s'alourdir au cours de la décennie suivante, sous l'effet de la déflation menée pour défendre la livre. L'Allemagne était dans une situation différente. L'hyperinflation de la première moitié des années vingt lui avait permis de liquider sa dette domestique, mais le recours à l'endettement externe pour se financer par la suite et les importantes réparations toujours dues en mark-or, laissaient son endettement externe très élevé. Mais avec la crise, toutes connurent une forte augmentation de leurs dettes souveraines. Hausse de la dette qui les conduisit alors à devoir quitter l'étalon de change-or. Avant de voir comment des niveaux d'endettement public élevés peuvent conduire un pays à une crise monétaire, nous présenterons d'abord comment les crises économiques, à l'instar de la grande dépression, occasionnent une montée de l'endettement national.

Les crises économiques tendent en effet à faire augmenter le poids de la dette publique. Cinq principaux facteurs peuvent en être à l'origine. Trois sont responsables d'une hausse nominale de la dette, les stabilisateurs automatiques, les politiques budgétaires contracycliques et les crises financières. Un quatrième, la déflation, provoque elle, une augmentation de sa valeur réelle. Enfin, un cinquième, la baisse du revenu national en cas de récession, fait augmenter le ratio d'endettement à l'activité.

Les crises économiques de forte ampleur, comme ce fut le cas de la grande dépression, peuvent se traduire par un recul de l'activité et une baisse du niveau général des prix. Ces deux manifestations de la sévérité d'un retournement économique provoquent ainsi un alourdissement du poids de l'endettement et cela, même pour un volume de dette, ou

dette nominale, constant. La soutenabilité d'une dette publique est en général étudiée à travers son rapport au revenu national, le PIB. Dans le cas d'une récession, l'activité en volume diminue. Ainsi, à un niveau de dette constant, le ratio d'endettement d'un pays augmente. Le poids de la dette s'accroît alors. Le recul de l'activité réduit également la base imposable, donc les revenus de l'État. Comme le service de la dette reste constant, le remboursement de la dette devient de plus en plus difficile à mesure que la récession s'approfondit. À un certain niveau, le pays peut être contraint au défaut souverain. La déflation, provoque elle, une augmentation de la valeur réelle de la dette, les contrats d'endettement n'étant en général pas indexés sur les prix. La baisse des prix, en diminuant le budget nominal de l'État, fait augmenter la part relative consacrée au service de la dette, dont la valeur nominale reste constante. Plus la déflation s'approfondit, plus le poids des remboursements s'alourdit, pouvant contraindre au défaut. Une baisse du niveau général des prix est en général associée avec une diminution de l'activité. Ces deux phénomènes se cumulent, le revenu national, et donc le budget de l'État, chutent à la fois en valeur nominale et réelle. Le ratio d'endettement et donc le poids de la dette publique, s'alourdissent encore plus fortement. Ainsi la déflation, en augmentant la valeur réelle de la dette, et la récession son poids, sont à l'origine d'une détérioration de la soutenabilité de l'endettement public.

Les stabilisateurs automatiques et la politique budgétaire active sont les deux principaux facteurs responsables d'une hausse de la dette publique lors d'une crise économique. Lors d'un ralentissement de l'activité, les stabilisateurs automatiques vont entraîner une détérioration du solde budgétaire, détérioration qui peut faire apparaître, ou accentuer, le déficit public. Ce déficit augmente la dette publique nominale. En effet, un ralentissement de l'activité provoque une baisse des rentrées fiscales, et une hausse des dépenses publiques, notamment à travers l'augmentation des dépenses d'assistance. Le budget de l'État a alors un effet contracyclique. En période basse de cycle, la hausse des dépenses publiques et la baisse des prélèvements tendent à exercer un effet de relance de l'activité. Inversement, en phase haute, la diminution des dépenses et la hausse des rentrées fiscales exercent un frein sur l'activité, évitant une « surchauffe ».

Dans le cadre de la macroéconomie keynésienne, une augmentation des dépenses publiques, pouvant conduire à des déficits, permet de relancer l'activité en cas de ralen-

tissement économique. Le budget de l'État peut alors avoir un rôle actif dans la lutte contre la crise. La politique budgétaire peut donc avoir également une fonction contracyclique. Une augmentation  $\Delta G$  des dépenses publiques, entraîne par le multiplicateur keynésien, une hausse plus que proportionnelle de l'activité,  $\Delta Y = [1/(1 - c + m)]\Delta G$ , avec  $[1/(1 - c + m)]$  le multiplicateur keynésien, supérieur à 1,  $c$  la propension marginale à consommer ( $0 < c < 1$ ), et  $m$  la propension marginale à importer ( $0 < m < 1$ ). L'effet multiplicateur joue également dans le cas d'une baisse des prélèvements de l'État. Ainsi, que ce soit par une hausse des dépenses ou une baisse des impôts, l'État peut relancer l'activité. Cela se produit cependant au prix d'une dégradation du solde budgétaire, qui peut conduire à l'apparition ou l'augmentation des déficits et donc, de la dette publique. Haavelmo a mis en évidence qu'une relance de type keynésienne était également possible sans dégradation du solde budgétaire, dans ce cas, une augmentation de la fiscalité doit être menée parallèlement à celle des dépenses. Mais dans cette situation, la hausse de l'activité sera strictement proportionnelle à celle de la dépense publique. On a alors  $\Delta Y = \Delta G$ , l'effet de relance est limité. Ainsi face à une crise économique, par le jeu des stabilisateurs automatiques, et par la mise en place de politiques budgétaires expansionnistes, l'endettement public nominal peut augmenter.

Enfin, le troisième facteur à l'origine d'une hausse nominale de la dette publique, est l'incidence de crises financières lors de crises économiques. Une crise financière peut se définir comme un événement durant lequel le secteur financier d'un pays expérimente un « run » bancaire ou une forte augmentation de défauts accompagnée par d'importantes pertes en capital. Ces développements produisent alors une intervention publique, des faillites bancaires, ou des fusions forcées d'institutions financières.

Reinhart et Rogoff (2008, 2009, 2013a) étudient l'évolution de certaines grandeurs macroéconomiques à la suite d'une crise financière, notamment bancaire. Dans une première étude, ils se concentrent sur les 18 crises bancaires qui frappèrent les pays industrialisés dans l'après-Seconde Guerre mondiale. Parmi ces 18 événements, 5 furent d'une ampleur particulièrement grande, la crise espagnole de 1977, celle de Norvège en 1987, de Finlande en 1991, et au Japon en 1992. Les autres crises bancaires étudiées sont celles allemande (1977), australienne (1989), canadienne (1983), danoise (1987), américaine (1984), française (1994), grecque (1991), islandaise (1985), italienne (1990), néo-zélandaise (1987),

et celles du Royaume-Uni (1974, 1991, 1995). Ils notent qu'à la suite d'une crise bancaire, l'activité réelle, mesurée par le PIB réel par tête, décline en moyenne de 2 %, et met au moins deux ans avant de retrouver sa tendance d'avant-crise. Dans le cas des cinq plus importantes, le niveau d'activité recula en moyenne de 5 %, et plus de trois ans après le choc, il n'avait toujours pas retrouvé sa tendance d'avant-crise. L'évolution de la dette publique présente également des similarités pour ces différents événements. Les auteurs mettent en avant une tendance haussière avant crise, qui s'accélère après la survenance de l'événement. Dans leur étude de 2009, ils se concentrent uniquement sur les crises d'ampleur systémique et l'élargissent aux pays en développement. Leur échantillon comprend les cinq crises bancaires majeures des nations industrialisées citées précédemment, la crise asiatique de 1997-1998, comprenant les données de la Corée du Sud, Hong-Kong, l'Indonésie, la Malaisie, les Philippines et la Thaïlande, les crises colombienne de 1998 et argentine en 2001. La crise norvégienne de 1899 et celle américaine de 1929, sont également incluses dans leur analyse. Le choix de ces événements est en grande partie dicté par la disponibilité des données, en particulier celles sur les marchés de l'immobilier. Reinhart et Rogoff soulignent qu'à la suite d'une crise bancaire majeure, le marché immobilier s'effondre en moyenne de 35,5 % (pour ces résultats, des données sur la crise actuelle sont aussi utilisées). La chute des prix s'étend sur une moyenne de six ans (cinq en excluant le cas de la crise japonaise). De même, les marchés d'actions s'écroulent à la suite d'une crise bancaire, en moyenne de 55,9 %, sur une période de 3,4 années. Le taux de chômage augmente lui pendant environ 5 ans, de 7 % en moyenne. Au cours de la grande dépression américaine, il augmenta d'au moins 20 %. L'activité recule elle, de 9,3 % (mesurée par l'évolution du revenu réel par tête). Cette baisse est particulièrement plus marquée pour les pays émergents, ceux-ci étant en général frappés en plus par un assèchement des crédits internationaux, les « sudden stop ». Le recul de l'activité est de plus courte durée, il ne s'étend en général que sur deux années. Finalement, le dernier point marquant, et celui qui nous intéresse le plus ici, est l'évolution de la dette publique à la suite d'une crise bancaire de forte ampleur. Sur les trois années qui suivent un tel événement, elle augmente en moyenne de 86 %. Cette forte hausse est plus la conséquence d'une baisse des revenus fiscaux et dans certains cas, de la hausse également des dépenses publiques pour combattre la récession, que due au coût du renflouement ou recapitalisa-

tion des établissements bancaires. Dans leurs travaux de 2013, les deux auteurs étendent leur étude à 66 pays, et couvrent une période de plus de deux cents ans, de 1800 à 2007. Ils obtiennent des résultats similaires à ceux-ci, en particulier pour le lien entre crises bancaires et dettes publiques.

Des études similaires ont été menées par Cerra et Saxena (2008), Reinhart, Reinhart et Rogoff (2015) et Jorda, Schularick et Taylor (2011). Elles mettent également en avant le coût en matière d'activité des crises financières. Cerra et Saxena évaluant la baisse du revenu à 7,5 % du PIB sur dix ans. Jorda, Schularick et Taylor, en utilisant des données sur longue période, confirment la possibilité de tels effets sur l'activité. Furceri et Zdzienicka (2012) étudient également le lien entre crises financières et endettement, pour un échantillon de 154 pays entre 1990 et 2006. Ils trouvent que les crises financières mènent à une augmentation permanente de la dette publique de 6 %, dix ans après la crise. Dans le cas de ce qu'ils définissent comme une crise sévère, la hausse de la dette rapportée au PIB est alors de l'ordre de 32 %. L'amplitude de l'augmentation du ratio d'endettement dépend en partie des conditions initiales de la crise, notamment le rapport dette sur PIB au déclenchement de la crise, ainsi que la part de dette en devise étrangère.

Ces différentes études font alors apparaître l'importance des crises financières sur l'endettement public. Or au cours de la grande dépression, de nombreuses nations subirent ce type de crise, comme le tableau suivant le résume. Leurs dettes publiques augmentèrent donc sous les effets de la récession qu'elles provoquèrent.

L'importance de la hausse de l'endettement à la suite d'une crise économique, en particulier lorsqu'elle est associée à une crise financière, peut même pousser un État à faire défaut. Reinhart et Rogoff (2011) mettent en effet en avant, toujours dans une étude utilisant leurs données portant sur plus de 70 pays sur 200 ans, un lien entre crises financières et défauts sur les dettes publiques domestiques et externes. Les crises bancaires domestiques permettent alors d'expliquer, de prédire, une crise de la dette souveraine (pour les dettes publiques domestiques et externes). Différents canaux de transmission peuvent expliquer cette relation. Diaz Alejandro (1985), met en avant dans le cas des crises financières et souveraines qui touchèrent l'Amérique Latine dans les années 1980 et en particulier celle chilienne, le rôle des garanties et de l'aide apportée par l'État aux

Année de déclenchement d'une crise bancaire	Pays à hauts revenus	Pays à revenus intermédiaires	Pays à faibles revenus
1929	États-Unis	Brésil, Mexique	Inde
1930	France, Italie		
1931	Allemagne, Belgique, Espagne, Finlande, Grèce, Portugal, Suède	Argentine, Brésil, Chine	
1932			
1933			
1934	Belgique	Argentine, Chine	
1935	Italie		
1936			
1937	Brésil		
1938			
1939	Belgique, Finlande		

Tableau 2.2 – Crise bancaire dans les années trente  
D'après les données de Reinhart Rogoff (2013a)

banques privées en difficulté. En venant en aide au système financier, en prenant en charge d'importants volumes de dettes privées, l'État vit son endettement exploser et sa solvabilité menacée. Il dut alors faire défaut sur sa dette. Arellano et Kocherlakota (2014) montrent dans le cas de pays émergents sur la période comprise entre 1980 et 2003, puis à travers un modèle, comment les défauts d'agents privés sur leur dette domestique peuvent déclencher un défaut souverain, à travers la baisse de revenus fiscaux provoqués par une crise bancaire. Ces résultats se rapprochent ainsi de ceux de Reinhart et Rogoff (2008, 2009, 2013a) ou de Schularick (2012, 2014), soulignant l'importance des crises bancaires dans l'augmentation de la dette publique, à travers la baisse des revenus de l'État.

Ainsi, les crises économiques, notamment celles associées à des crises financières, conduisent à une hausse de l'endettement public, qui dans certains cas, amènent l'État à faire défaut sur sa dette.



Cette relation peut cependant exister dans l'autre sens. En effet certains auteurs soulignent le rôle de l'endettement dans le déclenchement de crises financières. Eichengreen et Hausmann (1999), à partir de leur étude de la crise mexicaine de 1994, soulignent le rôle de la dette extérieure comme catalyseur de crises financières. Bordo et Meissner (2006), et Bordo, Meissner et Stuckler (2010), approfondissent cette analyse. Leurs études se portent sur l'influence de la dette extérieure sur la stabilité financière et la croissance d'un pays. Leurs travaux s'appuient sur un échantillon de 30 pays entre 1880 et 1913, et 40 entre 1972 et 1997. Ils mettent en avant que l'endettement en devise étrangère n'est pas forcément associé avec une plus grande exposition à des turbulences financières. Un développement financier fort, une bonne gestion de la dette, et des réponses pertinentes en cas de tensions permettent en effet de se prévenir des crises financières. Deux groupes de nations émergent, celles arrivant à correctement gérer leur dette étrangère, et celles au contraire n'y arrivant pas aussi bien, étant ainsi plus exposées à des risques de crises financières. Deux variables semblent permettre d'opérer une distinction entre ces deux groupes, l'importance des réserves d'un pays et ses capacités d'exportation. En effet, en ayant un niveau élevé de réserves en devises ou en or dans le cas de l'étalon-or, un pays réduit ainsi son « currency mismatch ». De même, la capacité d'exportation, en étant source d'entrées de devises et d'or, permet de diminuer ce risque. Ces nations sont dès lors moins sensibles aux risques de crises bancaires, monétaires ou de la dette.

## II.2 Les dettes et les crises monétaires

Nous venons de voir que les crises économiques et particulièrement celles accompagnées de crises financières, conduisaient à une hausse de la dette publique. Or nous allons voir maintenant que cette hausse de l'endettement peut conduire à une crise monétaire, c'est-à-dire l'abandon d'un régime de parités fixes. Dans le cas de l'étalon de change-or, une crise monétaire pouvait se traduire de deux façons. L'une peut être l'abandon de la parité-or historique de la monnaie donc sa dévaluation. L'autre peut être l'abandon de la convertibilité de la monnaie, par la mise en place de contrôle des changes. Nous verrons plus loin que le choix de ces alternatives dépendit en partie de la nature de la dette publique.

Il existe une forte relation entre crise d'endettement et crise monétaire. En effet, dans une étude de 2002, Reinhart trouve pour un échantillon de pays émergents, que 84 % des

défauts souverains observés sont liés avec une crise monétaire. De même, pratiquement la moitié des crises monétaires sont associées avec un défaut. Herz et Tong (2003) étudient également cette relation entre crises monétaires et celles de la dette. Leur étude porte sur 108 pays émergents entre 1975 et 2005. Ils trouvent pour leur échantillon, que 32 % des crises d'endettement sont liées à des crises monétaires. Inversement, 20 % des crises monétaires sont liées à des crises de la dette. Ainsi, ces deux types de crises se produisent régulièrement simultanément. Il semblerait qu'il existe donc un lien entre ces deux événements. Cependant, si celui entre crises de change et financières est relativement bien étudié à travers le concept des crises jumelles, et que les déterminants et conséquences, propres aux crises d'endettements et à celles monétaires étudiées séparément sont bien documentés, leur analyse conjointe l'est, elle, beaucoup moins.

Crises d'endettement et crises monétaires peuvent être reliées de plusieurs manières. Dreher, Herz et Karb (2006) détaillent ces différents liens. Elles peuvent être positivement corrélées, car dépendantes de facteurs communs. Crises de change et d'endettement se déclencheraient selon des causes communes. Cette relation positive pourrait également être expliquée par des effets de contagion entre elles. Une crise de la dette, par les effets qu'elle produirait, serait à même de déclencher une crise monétaire. Inversement, une crise de change pourrait en provoquer une d'endettement. Dans le cas d'une dette publique en monnaie étrangère, les effets de contagion d'une crise monétaire à une crise d'endettement pourraient se produire à travers des effets de richesse. Enfin, un troisième lien, fondé sur l'approche des clauses échappatoires (« escape clause ») analyse ces crises comme pouvant être des substituts. Le déclenchement de l'une réduirait alors la probabilité de l'autre. Un gouvernement maximiserait donc sa fonction objectif en prenant en compte cela, mais également l'interrelation entre les deux types de crises.

Une des premières explications à la simultanéité des crises monétaires et d'endettement, est qu'elles seraient déclenchées par des facteurs communs. Trois mécanismes pourraient être en causes. Dans le cas d'une économie frappée par un choc négatif de demande, provoquant un ralentissement, voire un recul de l'activité et une hausse du chômage, le gouvernement est incité à relâcher sa politique monétaire pour favoriser une relance de l'activité. Cependant, dans le cadre d'un régime de change fixe, cette stratégie n'est pas possible sans mettre en danger la stabilité externe de la monnaie. Or, dans un modèle de

seconde génération de crise à la Obstfeld (1996), les agents connaissent cette tentation à laquelle le gouvernement est soumis, et peuvent donc anticiper une dévaluation due à l'assouplissement monétaire. Dans ce cas, ils retirent leurs capitaux du pays pour éviter une perte qu'entraînerait une dépréciation de la monnaie, accentuant ainsi la pression sur le taux de change du pays. Face à cette situation, le gouvernement a deux possibilités, augmenter les taux d'intérêt pour limiter les sorties de capitaux, mais au prix d'une dégradation supplémentaire de l'activité, ou dévaluer, et dans ce cas, confirmer les anticipations des agents. Or dans les deux cas, ces choix provoquent des pressions sur la dette publique. Si le pays décide de défendre son change, l'aggravation de la situation économique tend à détériorer le solde budgétaire primaire, donc à augmenter la dette. De plus, la hausse des taux d'intérêt renchérit son coût, détériorant le solde budgétaire total et faisant encore augmenter la dette. Celle-ci peut alors finir par atteindre un niveau insoutenable pour le pays, le poussant à faire défaut. Dans l'autre cas, si le pays décide de dévaluer face à la détérioration de l'activité et aux anticipations de dépréciation des investisseurs, la dette publique peut également avoir augmenté avant que la dévaluation n'ait lieu, à la suite du ralentissement économique et des premières mesures pour tenter de sauvegarder la parité de change. Après la dévaluation, les sorties de capitaux dues aux anticipations des agents peuvent rendre le renouvellement des titres publics arrivant à échéance plus compliqué, la liquidité du marché s'évaporant et les marchés internationaux refusant de prêter à un État venant juste de dévaluer sans une augmentation de sa prime de risque. En effet, comme l'ont montré Calvo et Reinhart (2000) et Reinhart (2002) dans le cas des pays émergents en particulier, en cas de dévaluation, un pays voit en général sa note de crédit être dégradée, une dévaluation pouvant être interprétée comme un signal par les investisseurs internationaux qu'une réévaluation de leurs informations sur l'économie, ou le risque de défaut du pays, doit être faite. L'abandon d'une parité de change fixe peut en effet provoquer des sorties de capitaux, les agents modifiant leurs anticipations. Ces sorties peuvent être limitées par une hausse du taux d'intérêt suffisante pour refléter l'augmentation de la prime de risque sur cette nation. La hausse des taux d'intérêt rend ainsi le service de la dette plus difficile, pouvant donc conduire à un défaut. S'il se produit, les anticipations des agents seront confirmées, elles auront ainsi été autoréalisatrices. Ainsi un choc négatif de demande peut déclencher une crise monétaire et

une crise de la dette.

Cette situation peut également se produire dans le cas d'une hausse du taux d'intérêt international. En effet dans ce cas, et sous l'hypothèse d'une parfaite mobilité du capital, les emprunteurs domestiques et notamment l'État, doivent alors augmenter les intérêts servis sur leur dette, s'ils veulent renouveler leurs bons arrivant à échéance ou émettre de nouveaux titres. S'ils ne le font pas, les capitaux sortent du pays, dans un processus de réallocation de portefeuille, à la recherche de placements plus rémunérateurs. Ces sorties déclenchent une pression sur le taux de change. Si au contraire, les taux d'intérêt augmentent pour suivre les taux internationaux, cette hausse provoque une baisse de l'investissement et de la consommation, donc un ralentissement de l'activité. Cette détérioration des fondamentaux du pays (activité, emploi, équilibre budgétaire), associée à l'augmentation du coût de la dette, fait plonger le pays dans la situation décrite précédemment, de tensions sur le change et la dette publique pouvant basculer en crise monétaire et d'endettement.

Enfin, un troisième mécanisme commun qui peut rendre ces deux crises simultanées, tient aux facteurs structurels, institutionnels et politiques du pays. Il est possible que ceux-ci ne correspondent plus aux conditions de change ou d'endettement du pays, à la suite par exemple, de leur dégradation au cours du temps, et cela sans que les investisseurs internationaux ne s'en soient rendu compte. N'importe quel événement peut entraîner un réajustement des anticipations des investisseurs. Ils peuvent donc décider de ne pas renouveler les titres de dette qu'ils détiennent et sortir leurs capitaux du pays, à moins d'une forte hausse des taux d'intérêt. Cette modification des anticipations entraîne une pression sur le change, liée aux sorties de capitaux, et sur la dette publique, avec le non-renouvellement des bons arrivant à échéance. Si au contraire le pays accepte d'augmenter ses taux d'intérêt à un niveau qui reflète mieux sa situation, il se retrouve confronté au même problème que vu précédemment. La simultanéité de ces crises peut donc s'expliquer par l'existence de facteurs communs.

Ces deux types de crises peuvent également être liés entre eux par des effets de contagion. Le déclenchement de l'une engendrant des effets favorisant l'apparition de l'autre. Il y aurait donc une contagion interne d'une crise à l'autre. L'influence peut se faire dans les deux sens. Une crise monétaire peut entraîner des conséquences à même de provo-

quer une crise de la dette. Inversement, une crise d'endettement peut être à l'origine du déclenchement d'une crise de change. Dans ce dernier cas, les canaux de transmission entre ces deux événements peuvent être les suivants. Une crise de la dette entraîne en général des pertes au niveau de l'activité, de l'emploi et des échanges commerciaux internationaux comme ont pu le montrer Dooley (2000), Rose (2002), et Rose et Spiegel (2002). Un défaut souverain peut donc provoquer une récession. Cette récession peut être à l'origine d'une crise de change à travers les mécanismes cités précédemment. De plus, lorsqu'un défaut de l'État est imminent, les investisseurs ne souhaitent plus prêter à l'État, anticipant qu'ils ne seront pas remboursés. Ils sont ainsi incités à retirer leurs fonds du pays, entraînant une pression sur le taux de change. Le risque d'une récession due au défaut imminent, les amène alors à ne pas renouveler leurs titres de dette, mais également à réallouer leurs investissements de portefeuille et à sortir une grande partie de leurs capitaux du pays, en prévision du ralentissement économique. Les tensions sur le change s'intensifient, augmentant la probabilité d'une dévaluation.

Inversement, les effets de contagion entre ces deux crises peuvent se produire dans l'autre sens. Une crise monétaire peut avoir des conséquences poussant à provoquer une crise d'endettement public. Face à une pression spéculative sur son taux de change fixe, un pays a deux options, maintenir la valeur externe de sa monnaie, ou dévaluer. Choisir la première nécessite une augmentation des taux d'intérêt dans le but de limiter les sorties de capitaux. Si les investisseurs étrangers retirent leurs fonds dans un mouvement de panique, la hausse doit être forte et maintenue, tant que les pressions spéculatives perdurent. Cette stratégie de défense du change augmente cependant le risque qu'une crise de la dette publique se déclenche. Deux canaux entrent alors en jeu. Le premier, la hausse des taux d'intérêt rend le renouvellement de la dette plus onéreux et son service plus élevé, augmentant ainsi l'incitation du gouvernement à faire défaut. Le second canal, est que la hausse des taux d'intérêt peut provoquer un ralentissement de l'économie. Une récession entraîne alors une dégradation des comptes de l'État et donc, un alourdissement du poids de la dette, qui peut ainsi atteindre un niveau insoutenable, amenant l'État à faire défaut. Dans la situation où l'État choisit de ne pas défendre sa monnaie et de dévaluer, il peut souffrir d'une perte de réputation.

Enfin, un autre canal par lequel une crise de change peut déclencher un défaut souve-

rain, est lorsque la dette publique est en monnaie étrangère. Si une crise monétaire frappe un pays et qu'il doit dévaluer, la valeur réelle de sa dette augmente. Si la dépréciation monétaire ne permet pas une hausse du revenu national suffisante pour que les revenus de l'État augmentent assez pour compenser la montée de la charge réelle de dette, alors il peut devenir insolvable et être forcé de faire défaut sur sa dette souveraine.

Cependant crises de change et d'endettement peuvent aussi être négativement corrélées entre elles. En effet, en les étudiant dans le cadre de la contrainte budgétaire d'un gouvernement, ces deux types de crises peuvent être considérés comme des substituts. Dans ce cas, l'occurrence d'un de ces deux événements réduirait la probabilité que l'autre se déclenche. Dans le cadre de la contrainte budgétaire d'un gouvernement, si celui-ci est limité dans sa politique fiscale, pour des raisons institutionnelles ou à cause de pressions politiques par exemple, et qu'il n'est pas capable de dégager un solde budgétaire primaire suffisant pour servir sa dette arrivant à échéance, alors il peut recourir à deux autres moyens pour se financer. Soit il fait défaut sur sa dette, partiellement ou totalement, et donc déclenche une crise de la dette. Soit il se finance par création monétaire, ce qui provoquera de l'inflation et déclenchera une crise du change. Il a aussi la possibilité d'utiliser une combinaison de ces deux méthodes, c'est-à-dire faire défaut sur une partie de sa dette et déprécier sa monnaie. Les auteurs trouvent ainsi qu'un haut niveau d'endettement est associé à une augmentation du risque de défaut, mais une plus faible probabilité de crise monétaire

Enfin, la troisième raison pour laquelle crises de change et d'endettement pourraient être reliées, est en les considérant comme des crises complémentaires. Cette analyse se fonde sur l'approche des clauses échappatoires. Un gouvernement ne décide plus de manière séparée s'il doit maintenir la fixité de son change ou dévaluer, et dans un autre temps s'il fait défaut ou pas. Dans cette approche, il considère plutôt que ces deux décisions s'influencent mutuellement. Ses choix en matière de politique de change peuvent être déterminants pour ceux concernant sa politique de la dette, car ils peuvent en modifier les coûts et les bénéfices. Et inversement pour l'influence de la politique de la dette sur celle de change. Ce type de modèles s'appuie sur une fonction objectif (« welfare function ») que le gouvernement maximise. Cette fonction prend en compte les deux paramètres de politique de change et d'endettement, c'est-à-dire maintenir la parité de la monnaie ou

dévaluer, et faire défaut ou non sur la dette arrivant à maturité. Ces deux décisions affectent les variables de la fonction objectif comme nous l'avons vu précédemment. Lorsque le gouvernement maximise la fonction d'utilité publique (« welfare function »), il est contraint par sa contrainte budgétaire. Cela implique donc qu'inflation et dévaluation, ou faire défaut sur sa dette, sont des moyens alternatifs de financement du budget. Ainsi, comme le montrent Herz et Tong (2008), lorsque les revenus fiscaux sont insuffisants pour couvrir les dépenses du gouvernement et de la dette, et que celui-ci est incapable de les réduire ou de lever de nouveaux impôts, alors il peut être amené à choisir entre inflation et dévaluation ou faire défaut. Cependant, les anticipations des agents jouent également et différents équilibres peuvent alors être atteints. Si ceux-ci s'attendent à un taux de défaut élevé, alors ils demandent des taux d'intérêts sur la dette élevés. Cette hausse entraîne un alourdissement de la charge de la dette, conduisant à un taux de défaut élevé, validant les anticipations des agents. Inversement, si les investisseurs anticipent un faible taux de défaut. Mais comme l'État peut également se financer par inflation et donc dévaluation, l'équilibre anticipations de défaut élevées, défaut élevé, implique alors aussi un risque d'inflation et de dévaluation plus fort que dans le cas des anticipations d'un faible taux de défaut. Herz et Tong (2008) montrent ainsi que la solution la plus rationnelle est celle qui conduit aux crises les plus fortes. Pour que ce mauvais équilibre disparaisse, l'État doit améliorer ses fondamentaux économiques.

Bauer, Herz et Karb (2003) utilisent ce troisième type de relation entre crises monétaires et d'endettements selon les anticipations des agents. Ils montrent que quatre équilibres peuvent alors être atteints. L'État ne fait pas défaut et ne dévalue pas sa monnaie : il n'y a donc pas de crise. L'État fait défaut, mais maintient la fixité du change : crise de la dette seulement. L'État ne fait pas défaut, mais dévalue : crise monétaire. Et l'État fait défaut et déprécie sa monnaie : crises jumelles de la dette et du change. Si l'État dévalue, les agents reformulent leurs anticipations à la fois sur la situation économique du pays et sur sa capacité à servir sa dette. Les investisseurs demandent alors des primes de risque plus élevées sur les taux d'intérêt, rendant le service de la dette plus lourd au cours d'une dévaluation. L'augmentation de la charge de la dette à la suite d'une dévaluation ne tient bien sûr que si l'État a décidé de rembourser sa dette. Si ce n'est pas le cas, il n'a plus à prendre en compte dans le choix de sa politique de change, le coût d'une hausse des

taux d'intérêt qu'une dépréciation monétaire entraînerait. À partir de ce raisonnement, les trois auteurs mettent en avant que l'influence de la décision d'un gouvernement de faire défaut sur sa politique de change, et inversement, l'impact du choix de dévaluer sur celui de faire défaut, dépend à la fois du niveau d'endettement public, de l'état des fondamentaux économiques et des anticipations des agents. En effet, comme dans la plupart des modèles de crise de la dette, l'incitation à faire défaut augmente avec le niveau d'endettement. De même, comme dans le cas des crises monétaires, la probabilité d'abandonner un change fixe croît avec la dégradation des fondamentaux économiques. Cependant, comme le montrent Bauer, Herz et Krab, dans certaines situations, une crise de change peut être évitée malgré de mauvais fondamentaux économiques, notamment si le niveau d'endettement public est faible. De même, une crise de la dette due à un haut niveau d'endettement peut être écartée en présence de bons fondamentaux. Mais c'est dans les situations intermédiaires, présentant un endettement et des fondamentaux moyens, que de multiples équilibres peuvent être atteints en fonction des anticipations des agents, qui se révèlent alors être autoréalisatrices. Si les investisseurs privés anticipent un défaut sur la dette publique, alors celui-ci peut effectivement se produire, ce qui peut par un effet de contagion, rendre une crise monétaire plus avantageuse pour le pays et l'amener à dévaluer. Ainsi, la crédibilité d'un gouvernement sur sa capacité à honorer sa dette permet d'éviter une crise de la dette autoréalisatrice, mais aussi une crise de change.

De même, Jahjah et Montiel (2003) étudient les liens entre crises de la dette et de change à travers ce dernier modèle, mais pour une dette publique entièrement en monnaie étrangère, donc pour le cas d'un pays frappé du « péché originel ». À la suite d'une dévaluation, la dette réelle augmente et donc son service réel. Le gouvernement ne pouvant pas, ou ne souhaitant pas augmenter ses ressources par une hausse de la pression fiscale, sa probabilité de faire défaut augmente donc. Les auteurs montrent qu'à partir d'un certain niveau de dépréciation monétaire, le gouvernement choisit de répudier toute sa dette. En conséquence, face à un risque de dévaluation, les investisseurs devraient être incités à réduire leurs prêts au gouvernement, quel que soit son niveau d'endettement, car un abandon de la fixité du change conduira très probablement à un défaut. Dans le cas d'une dette publique extérieure, Herz et Tong (2008), trouvent que le risque de défaut est plus important et que celui de dévaluation l'est par contre moins.



Dreher, Herz et Karb (2006) testent ensuite ces liens entre crises de la dette et crises d'endettement pour déterminer les plus pertinents. Leur échantillon couvre 80 pays entre 1975 et 2000. Ils trouvent que la présence de facteurs communs permettant d'expliquer ces deux types de crises est faible. Par contre, leurs résultats montrent que la probabilité qu'une crise de change se déclenche pendant une crise de dette est élevée. De plus, la probabilité qu'une crise de la dette éclate après (jusqu'à trois ans) une crise monétaire est plus faible. Ils concluent à partir de ces résultats, que si un effet de contagion existe entre ces deux crises, il doit se produire rapidement. Mais à moyen et long terme, l'hypothèse que ces crises sont des substituts dans le cadre de la contrainte budgétaire d'un gouvernement, l'emporte.

Ainsi comme le montrent ces travaux, des tensions sur la capacité d'endettement d'un pays peuvent conduire à une crise monétaire. Dans le cas des nations endettées dans leur propre monnaie, face à un risque de défaut *de jure*, celles-ci peuvent préférer dévaluer et recourir à l'inflation pour liquider une partie de leur dette, donc faire défaut *de facto*. Cette situation est encore plus probable lorsque les fondamentaux du pays sont dégradés. Pour les nations ayant contracté des dettes en monnaie étrangère, l'impossibilité de les renouveler à des taux ne menaçant pas leur solvabilité peut les conduire au défaut. Mais dévaluer leur monnaie peut empirer leur situation si les effets de richesse de la dette sont plus importants que le regain d'activité procuré par la dépréciation monétaire. Elles peuvent cependant utiliser la répression financière pour éviter ou limiter l'ampleur du défaut comme le montrent Reinhart et Sbrancia (2011). Dans ce cas, elles n'abandonnent pas la fixité de leur change, mais elles doivent tout de même contrôler les mouvements financiers internationaux, ce qui conduit dans le cadre de l'étalon de change-or à abandonner ce système. Mais si un défaut a lieu, alors des sorties massives de capitaux peuvent se produire et contraindre également le pays à dévaluer. Pour empêcher cela, la mise en place de contrôles des changes peut ainsi être une solution.

Fratzschern, Mehl et Vansteenkiste (2011) étudient également comment des fragilités budgétaires peuvent conduire à une crise monétaire, c'est-à-dire une dépréciation du taux de change effectif réel d'au moins 10 % sur une année. Ils testent quatre variables qui pourraient conduire à un tel événement. La première est le niveau des déficits budgétaires présents. Cette variable s'inspire du premier modèle de crise développé par Krugman

(1979) et Flood et Garber (1984). Un déficit pousse un gouvernement à se financer par émission monétaire. Les pressions inflationnistes consécutives font se déprécier la monnaie. La seconde variable correspond aux déficits anticipés plutôt qu'à ceux actuels. Les anticipations des difficultés que ces déficits et les engagements potentiels d'un gouvernement pourraient provoquer, sont susceptibles de déclencher une crise de change maintenant. Ici, c'est la seconde génération de modèles de crises, développée par Obstfeld (1994) qui est utilisée. La troisième variable correspond aux problèmes de renouvellement de la dette et aux risques de « sudden stop ». Si une part importante de la dette publique est libellée en monnaie étrangère, alors le pays est exposé à un risque de « sudden stop » et des sorties de capitaux massives peuvent survenir à la suite d'un déficit budgétaire et provoquer une crise monétaire. Enfin, la quatrième variable prise en compte par les auteurs est le niveau d'endettement public. Comme vu précédemment, si la dette nominale est élevée, le pays peut être tenté de faire défaut ou d'éroder sa valeur par l'inflation. Les agents anticipent cela et demandent alors une prime de risque plus élevée, faisant augmenter les taux d'intérêts servis sur la dette. Les risques de défaut ou de dépréciation monétaire dus à un financement de la dette par inflation augmentent donc. Ces quatre variables sont testées sur un échantillon des 21 pays les plus développés sur la période comprise entre 1880 et 2009. Les auteurs montrent que ces quatre facteurs jouent un rôle dans le déclenchement de crises monétaires, mais pas avec la même intensité. Seul un faible lien existerait entre le niveau des déficits actuels et l'occurrence d'une crise de change dans le cas des économies les plus développées. Les déficits anticipés joueraient eux un rôle plus important. De même, un niveau de dette élevé ne semble pas présenter un lien fort avec les crises monétaires. Au contraire de la composition de la dette. Ainsi, un déficit budgétaire de 10 % du PIB aurait une probabilité de 30 % de déclencher une crise monétaire lorsque la dette est largement libellée en monnaie étrangère. Les auteurs trouvent également d'importants effets non linéaires de l'importance des déficits publics en fonction du niveau d'endettement. Pour les trois premières variables, la probabilité qu'elles entraînent une crise monétaire est bien plus grande pour des niveaux d'endettements publics élevés. Ils trouvent aussi une certaine hétérogénéité entre les pays. Ceux dont les monnaies sont considérées comme les plus sûres voient leurs probabilités de crise monétaire plus faible. Ainsi il ressort des travaux de ces trois auteurs, que si un niveau d'endettement élevé

d'un pays ne semble pas être suffisant pour expliquer une crise monétaire, il est cependant déterminant en présence d'autres variables comme les déficits budgétaires présents et anticipés et l'endettement externe.

## II.3 Crise de la dette et sortie de l'étalon-or

### II.3.1 La grande dépression, endettement et sortie de l'étalon-or

Les crises économiques, et particulièrement celles doublées de crises financières, sont responsables d'une hausse de l'endettement public à travers la détérioration des soldes budgétaires. Or, d'importants déficits publics associés à une dette publique élevée, qu'elle soit en monnaie nationale ou étrangère, sont des facteurs à l'origine d'une crise monétaire ou de son déclenchement plus précoce. Cependant, pour les nations endettées en monnaie étrangère, une dévaluation peut provoquer des effets de richesse négatifs. Ainsi la grande dépression, par la forte chute de l'activité et les crises financières qu'elle provoqua dans certains pays, fut responsable d'une très forte hausse des dettes publiques. Elle entraîna également l'assèchement des marchés de capitaux internationaux. Alors, face à de hauts niveaux d'endettement, le maintien de déficits publics et l'impossibilité de se financer sur les marchés internationaux, les nations durent abandonner l'étalon de change-or. Quitter ce régime monétaire permit à certaines d'éviter de faire défaut *de jure*, mais pour mieux le faire *de facto* par l'inflation ou la répression financière. Pour celles dont la dette était principalement libellée en monnaie nationale, l'abandon de leur parité leur permit de se financer par la création monétaire, comme dans le cas de la France. L'inflation qui en suivit entraîna alors une baisse de leurs taux de change. Pour celles dont la dette était extérieure, la dévaluation pouvait conduire à une hausse de son poids. Une autre solution était de quitter ce système monétaire en mettant en place des contrôles des changes. Ainsi, elles pouvaient réserver leurs ressources rares en devises pour servir leur dette étrangère, et éviter une baisse de leurs changes qui aurait conduit à une hausse de la valeur de leur dette convertie en monnaie nationale. En agissant de la sorte, elles maintenaient également les capitaux étrangers captifs dans le pays, empêchant leur sortie massive qui aurait sinon déstabilisé encore plus leur équilibre extérieur. Cette stratégie fut par exemple suivie par l'Allemagne avant de faire défaut *de jure* sur sa dette extérieure. Certaines nations firent cependant défaut *de jure*, avant ou après avoir quitté l'étalon de

change-or. Elles le firent alors sur leur dette en monnaie étrangère. Nous avons vu dans la section précédente comme ces deux types de crises étaient liés entre eux. Une dette élevée pouvait conduire au déclenchement d'une crise monétaire. Or dans le cas d'une dette extérieure, une dépréciation monétaire peut avoir des effets négatifs qui dominent ceux positifs. La hausse du poids de la dette et la plus grande difficulté à la financer à la suite de l'assèchement des marchés de capitaux, peuvent ainsi conduire le pays à faire défaut par la suite. Cette situation fut en particulier celle d'une grande partie des pays d'Amérique Latine. Certains pays ne firent cependant pas défaut sur leurs dettes, notamment celles externes, mais ils dévaluèrent cependant leurs monnaies. S'ils purent faire cela sans menacer encore plus leur solvabilité, ce fut parce qu'ils étaient endettés principalement en une seule devise, la livre. Alors lorsque le Royaume-Uni dévalua, ils purent aussi dévaluer leurs monnaies sans craindre d'effet de richesse négatif. Ils s'ancrèrent ensuite au sterling, en maintenant en général les mêmes écarts de parités. Leur dette publique étrangère n'était de la sorte pas affectée par la dévaluation, mais leur économie profitait elle du relâchement monétaire.

La dette publique peut être un des facteurs ayant contribué à la chute de l'étalon de change-or. Le niveau d'endettement, avec des seuils différents selon qu'il soit en monnaie nationale ou étrangère, peut être déterminant dans la décision d'un pays d'abandonner ce régime. Ainsi, dans le cas des nations endettées dans leur propre monnaie, nous pouvons supposer que celles ayant abordé la grande dépression avec un niveau faible, purent maintenir plus longtemps ce régime que celles dont la dette était déjà élevée. Ce type d'argument est mis en avant par Obstfeld (2013). Il montre en effet que les crises économiques, en particulier celles accompagnées de crises financières, sont coûteuses pour les finances publiques, notamment lorsque l'État doit apporter son soutien à des institutions financières proches de l'insolvabilité, ou lorsque la crise économique est très profonde. Dans ce cas, entrer dans la crise avec un faible niveau de dette, laisse d'importantes marges d'endettement au pays. Mais si avant la crise celui-ci est déjà fortement endetté, il y a un risque que sa dette devienne insoutenable, ou que la crédibilité du gouvernement diminue. Ainsi pour Obstfeld, il est important que les États préservent des marges budgétaires (« fiscal space ») en cas de crises systémiques. Nous pouvons donc conjecturer que les nations qui entrèrent dans la grande dépression avec les niveaux d'endettement les plus faibles, furent

celles qui réussirent à maintenir l'étalon de change-or le plus longtemps, la fixité de leurs changes étant moins rapidement menacée par leurs dettes publiques. Les pays du bloc-or furent alors ceux qui quittèrent ce système monétaire le plus tard. Les nations de ce bloc étaient toutes capables de s'endetter dans leur propre monnaie et ne dépendaient donc pas de financement extérieur. Seule la Pologne avait une dette publique en monnaie étrangère, mais son principal créancier était à l'époque la France et de nombreux accords politiques liaient ces deux pays. Parmi ses membres, la France, qui si elle avait hérité d'une lourde dette interne à l'issue de la guerre, en avait liquidé une grande partie par l'inflation de la première moitié des années vingt. Ce pays avait également une importante dette en dollars, due à ces emprunts auprès des États-Unis au cours de la guerre. Mais celle-ci était couverte par les réparations que lui devait l'Allemagne, bien que les Américains ne voulurent jamais lier ces dettes, au grand dam des Français. La Belgique avait également connu une période de forte inflation avant de pouvoir rétablir l'étalon de change-or en 1925, la Suisse et les Pays-Bas étaient des pays neutres.

Le Royaume-Uni au contraire, n'avait pas connu l'inflation au cours des années vingt. Et bien que son endettement n'eut pas autant augmenté que celui français au cours de la guerre, grâce notamment à un plus grand recours à la fiscalité pour se financer, comme nous l'avons vu précédemment, la déflation que ce pays connu au cours des années vingt, tendit à l'inverse, à augmenter le poids de sa dette publique. Il aborda alors la grande dépression avec un ratio d'endettement déjà relativement élevé. Les efforts déflationnistes qu'exigeait l'étalon de change-or pour être maintenu pendant la crise, conduisirent ainsi ce pays, parmi d'autres facteurs, à abandonner ce système monétaire.

### II.3.2 Type d'endettement et choix de la contrainte à abandonner

Le niveau d'endettement semble avoir affecté la capacité d'un pays à maintenir l'étalon de change-or face à la grande dépression. Cette variable peut également avoir influencé le choix de la contrainte à abandonner lorsque ce régime ne fut plus tenable. En effet, les nations endettées en monnaie étrangère devraient plus avoir recouru au contrôle des changes pour quitter ce régime. Ainsi, elles se protégeaient des sorties de capitaux qui menaçaient à la fois la parité de leurs monnaies, leur système financier et leur stock de devise ou d'or dévoué au service de la dette. En agissant de la sorte, elles pouvaient

ainsi préserver leurs ressources en devise et les consacrer au remboursement de la dette et ainsi éviter de faire défaut. Le maintien de leur parité était également essentiel pour empêcher de voir leur dette étrangère exprimée dans leur monnaie augmenter. L'abandon de la contrainte de libre circulation des capitaux internationaux, et donc de l'étalon de change-or, leur permettait de se déplacer au sein du triangle des incompatibilités et de retrouver leur indépendance monétaire. Elles n'étaient alors plus soumises aux politiques déflationnistes de l'étalon de change-or. Certains de ces pays firent par la suite défaut sur leur dette extérieure et une fois libérés de cet endettement, ils pouvaient alors déprécier leur monnaie. C'est ce que fit l'Autriche par exemple. D'autres présentant un endettement externe élevé ne firent cependant pas défaut, n'utilisèrent pas de contrôle des changes, mais dévaluèrent. Ces nations étaient essentiellement membres du bloc sterling et endettées en livre sterling. L'abandon de sa parité par le Royaume-Uni leur permit alors de ne pas souffrir d'une hausse de leur dette, car elles s'ancrèrent à nouveau sur la livre et ainsi évitèrent à nouveau toute fluctuation de leurs changes, donc de la valeur de leur dette publique libellée en monnaie étrangère.

Les nations dont la dette était principalement libellée dans leur propre monnaie pouvaient, elles, dévaluer sans risquer de voir leur dette augmenter. Une dépréciation au contraire, par l'inflation qu'elle favorisait, l'inflation importée notamment, tendait à favoriser l'érosion de la valeur réelle de l'endettement public. Le choix d'abandonner la fixité des changes pour quitter l'étalon de change-or était la solution la plus favorable pour ces pays. Ils se libéraient de la contrainte extérieure, et retrouvaient également la possibilité de financer leur endettement public par la création monétaire, éloignant de ce fait le risque de défaut sur leur dette interne, et réduisant le poids réel de leur dette par l'inflation due à ce financement monétaire.

Nous allons voir maintenant à travers le cas de la France, comment une dette publique importante put conduire à l'abandon de l'étalon de change-or et comment une fois ce système monétaire délaissé, il permit la liquidation de cet endettement.

### II.3.3 Le cas de la France

**II.3.3.1 Une entrée tardive en crise** La France entra dans la grande dépression au tournant de l'année 1930, soit bien plus tard que la majorité des autres pays. En effet,

l'activité avait déjà commencé à reculer en Allemagne dès la fin 1928 et à la mi-1929 aux États-Unis. Fin 1929, pratiquement tous les pays étaient en récession et en particulier les grands pays industriels, excepté donc la France, mais dont la prospérité allait prendre fin en 1930-1931.

Différentes thèses expliquent ce déclenchement tardif. La plus partagée et soutenue notamment par Sauvy (1972), Asselain (1984), ou Mouré (1998), donne à la sous-évaluation du franc lors de sa stabilisation, un rôle déterminant dans l'immunité du pays dans les premiers temps de la crise. Sans nier l'existence de tensions internes, ces auteurs mettent ainsi en avant le caractère importé de la dépression. Pour Asselain (1984), si dans un premier temps le secteur des exportations ralentit consécutivement à la baisse de la demande mondiale, la plupart des partenaires commerciaux de la France étant déjà en récession, ce fut avec la dévaluation de la livre en septembre 1931 que la France entra vraiment en crise, les prix français devenant alors bien supérieurs à ceux des pays dévaluateurs. Ainsi entre 1930 et 1932, le taux de couverture des importations par les exportations passa de 81 à 66 %, et dans les sept mois qui suivirent la dévaluation britannique, la production industrielle française chuta de 17 % (chiffres d'Asselain). Mais pour Villa (1993), ce fut plutôt la robustesse de l'investissement national en 1930, qui joua le rôle de retardateur de crise, les exportations ayant selon lui perdu dès 1926 leur rôle moteur dans la croissance française. Eichengreen et Wyplosz (1989) appuient également le rôle prépondérant de l'investissement dans le déclenchement tardif de la dépression.

Mais si la France entra plus tardivement en récession, la crise y dura cependant plus longtemps. En effet, alors qu'en 1935 le Royaume-Uni avait déjà retrouvé son niveau d'activité de 1929 et que l'Allemagne se rapprochait du sien, l'indice français de la production atteignait à cette date son point le plus bas. Et à la veille de la Seconde Guerre mondiale, la France était un des rares pays industrialisés à ne pas avoir retrouvé son niveau d'activité d'avant-crise, exception partagée avec les États-Unis. Pour Hautcœur (1997), les facteurs qui peuvent avoir influencé la longueur de la dépression dans ce pays, furent une monnaie surévaluée, en particulier suite aux dévaluations britanniques et américaines, la forte baisse de l'investissement, plus de 30 % par rapport à 1930, ainsi que l'inconstance des politiques économiques menées.

**II.3.3.2 Les déficits budgétaires** Le déclenchement de la crise en France fit basculer le budget dans le déficit. Dès l'année 1931, les dépenses excédèrent les recettes. Le déficit provenait d'une réduction des rentrées consécutive au ralentissement de l'activité, diminution quelque peu aidée par une politique de baisse de la fiscalité démarrée en 1928. Le moratoire Hoover à partir de 1931 priva également le gouvernement de deux milliards de rentrées de réparations allemandes. Les dépenses augmentèrent aussi naturellement avec la crise, en particulier celles d'assistance.

	1929	1930	1931	1932	1933	1934	1935	1936
Déficits (en milliards de francs courants)	-7.7	-6.5	3.49	7.5	14.6	14.6	17.7	23.4
Déficits/Pib (en pourcentage)	-1.92	-1.66	0.95	2.37	4.67	4.91	6.32	8.32

Tableau 2.3 – Les déficits publics (y compris charges d'intérêt) de 1929 à 1936.

Pour l'opinion publique et les dirigeants politiques, la crise trouvait ses origines à l'extérieur du pays. L'étalon de change-or avait poussé à l'excès de crédit et une contraction de l'économie mondiale était maintenant nécessaire. La France, restée fidèle elle à l'étalon-or, n'avait pas connu ces folies et n'était alors pas contrainte de contracter son économie. Elle avait cependant été atteinte par le ralentissement mondial, à travers le repli du commerce international, l'établissement de barrières tarifaires et par la chute des prix mondiaux. Mais protégé par la pureté de sa monnaie, le pays n'avait qu'à attendre la reprise mondiale. Cependant pour cela, la stabilité monétaire devait être maintenue. Or l'expérience des années vingt avait démontré qu'un budget en déficit était source d'inflation et de dépréciation monétaire. Il était alors nécessaire de mettre tout en œuvre pour rétablir l'équilibre budgétaire. Cette perception de la crise fut le socle des politiques menées face à la dépression et cela, jusqu'à l'arrivée du Front populaire au pouvoir en mai 1936. Ainsi, toute l'attention fut portée sur la réduction des déficits budgétaires. Lorsque la parité du franc commença à être menacée à partir de 1935, sa défense devint alors la priorité. Mais pour y parvenir, l'équilibre budgétaire était un prérequis (Mouré, 1991).

Bien qu'armé de cette vision, aucune mesure substantielle ne fut prise en 1932, année d'élection, pour limiter l'ampleur du déficit. Les dépenses publiques augmentèrent même.



Si le plan d'outillage national d'un montant de cinq milliards proposé par Chéron en 1929 n'avait pas vu le jour, un autre fut lancé en 1931, prévoyant alors 4,1 milliards de francs de dépenses nouvelles. Le déficit atteignit 2,4 % du PIB cette année-là.

Les gouvernements radicaux qui suivirent les élections de juillet s'appliquèrent eux à réduire les dépenses publiques. Ils proposèrent notamment de diminuer de 5 % les dépenses militaires, de personnel et d'augmenter les impôts. Mais faute de majorité suffisante, ces mesures déflationnistes ne passèrent pas. De même en 1933, une réduction de 5 milliards des dépenses, surtout de retraites et de personnels, ainsi qu'une hausse d'impôts de 5,4 milliards de francs ne purent aboutir. Puis à la suite des émeutes du 6 février 1934, un gouvernement d'union nationale vit le jour, avec à sa tête Doumergue en 1934, puis Laval en 1935. Ils tentèrent alors d'imposer une politique de déflation par décrets. Celle que mena ce dernier entre 1935 et 1936, fut selon Asselain (1984, p. 42), « sans doute le premier effort relativement cohérent pour trouver une solution d'ensemble à la crise [...] ». Elle comprenait deux volets. L'un de déflation budgétaire, se situant dans la lignée des gouvernements précédents, mais certainement plus rude, puisque toutes les dépenses devaient être réduites de 10 %. L'autre, de déflation économique, avec la diminution imposée de certains prix, notamment des loyers, du pain, ou du charbon. L'objectif de cette politique était de défendre le franc menacé en ramenant le budget à l'équilibre par le premier volet de mesures et en rapprochant les prix français et étrangers, la plupart des pays ayant déjà dévalué leurs monnaies, grâce au second. Ces mesures eurent cependant des résultats assez « déconcertants » selon les mots d'Asselain (1984, p. 43), puisque l'activité connut une certaine reprise à partir de l'été 1935 et que les prix augmentèrent. Le budget demeura cependant largement déficitaire en 1935, atteignant 6,3 % du PIB. Mais pour Asselain (1984), la principale conséquence de cette stratégie déflationniste fut politique, avec la victoire du Front populaire aux élections de mai 1936. Les fondements des politiques économiques suivies par ce nouveau gouvernement changèrent alors radicalement.

**II.3.3.3 Hausse de la dette et problème de financement** L'inflation et la croissance des années vingt avaient rendu la dette soutenable. Puis la stabilisation du franc à la fin de cette décennie avait permis l'allongement de la dette. À la veille de la grande dépression, l'endettement rapporté à l'activité avait retrouvé son niveau d'avant-guerre. Mais avec le retour des déficits, de la chute de l'activité et de la baisse des prix, la sou-

tenabilité de la dette nationale se dégrada à nouveau dès 1931. Il faut cependant noter que la dette en valeur nominale n'augmenta qu'à partir de l'année 1933. En effet jusqu'à cette date, les remboursements par la Caisse d'amortissement furent plus importants que les déficits budgétaires. Le financement de ce surplus d'endettement ne posa donc pas de réel problème dans un premier temps, les liquidités étant abondantes et les possibilités d'investissement faibles. Mais à partir des années 1932-1933, à la suite des dévaluations britanniques et américaines, la défiance envers le franc ressurgit et le financement des nouvelles dettes et de celles arrivant à échéance, devint à nouveau problématique.

	1929	1930	1931	1932	1933	1934	1935	1936
Dettes	281,63	282,17	283,99	276,06	303,54	324,01	341,44	347,74
Pib	400,15	392,2	365,56	316,49	312,8	297,29	280,1	281,27
Dettes/Pib (en pourcentage)	70	72	78	87	97	109	122	124
Déficits hors charges d'intérêt	-23,1	-19	-8,51	-4,7	2,7	2,8	5,3	10,7
Charges d'intérêt	15,4	12,5	12	12,2	11,9	11,8	12,4	12,7
Variation annuelle dette/Pib (en %)	-13.18	2.22	7.98	12.28	11.25	12.3	11.84	0.42
Besoin de financement hors intérêt	-7.12	-6.88	-3.24	-1.92	0.98	0.97	1.73	3.11
Charges d'intérêt	5.33	4.43	4.25	4.3	4.31	3.88	3.83	3.71
Croissance en volume	-8.86	2.6	3.89	8.83	-2.96	3.39	2.53	-1.29
Inflation	-2.54	2.07	3.07	1.05	8.92	4.07	3.75	-4.11

Tableau 2.4 – Dynamique de la dette entre 1929 à 1936  
(en milliards de francs courants).

Ainsi jusqu'au début 1932, le Trésor utilisa les excédents budgétaires précédents pour financer la dette. Une fois ceux-ci épuisés, il recourut à des transferts des Caisses des dépôts et d'amortissement. Mais en avril 1932, leur directeur commun refusa d'en procéder à de nouveaux. Le Trésor émit alors trois milliards de francs de bons du Trésor, dans la

limite des cinq milliards qui lui étaient autorisés. Aucune émission de ce type de bons n'avait eu lieu depuis 1928. En juin, il en vendit également 400 millions à la Banque d'Angleterre. Puis en juillet, le plafond des émissions de bons fut relevé à 8,5 milliards de francs. Le gouvernement lança aussi cette année une opération de conversion de rentes. En effet depuis 1930, 70 milliards de francs d'emprunts à 5,6 et 7 % étaient convertibles. À la réalisation de l'opération en 1932, l'échéance portait sur 85,5 milliards de dettes. Seulement 4,5 milliards furent remboursés, le reste fut converti à 4,5 %. Pour faire face à ce supplément de fonds nécessaires, le plafond des émissions de bons fut rehaussé à 15 milliards. Mais au début de l'année 1933, la liquidité du Trésor était à nouveau menacée. La Caisse d'amortissement procéda donc à des transferts et le Trésor escompta de futurs emprunts et fit acheter 500 millions de bons à un mois, par les trois plus importantes banques parisiennes. En mars, un emprunt à long terme à 4,5 % fut lancé pour tenter de soulager les finances publiques, mais il ne rapporta que la moitié des 10 milliards de francs attendus. Le Trésor se tourna également vers des banques anglaises et leur emprunta 30 millions de livres. En juillet, un nouvel emprunt à long terme, 10 ans, fut émis, rapportant 3,4 milliards.

Mais vers la fin de l'année, la confiance dans le franc se mit à décliner, à la suite notamment de la dévaluation américaine. La Banque de France commença alors à voir ses réserves d'or diminuer, de cinq milliards de francs dans un premier temps. Avec le développement de la défiance envers la monnaie, le renouvellement des titres d'État et en particulier des bons arrivant à échéance devint plus difficile. Fin janvier 1934, le Trésor réussit tout de même à placer 3,5 milliards de francs de bons. Mais début mars, les banques parisiennes refusèrent d'en acquérir 1,5 milliard. Le Trésor emprunta alors 1,35 milliard de francs à une banque hollandaise. À partir du milieu de l'année 1934, la conjoncture s'améliora pour une courte période et les capitaux étrangers se dirigèrent à nouveau vers la France. Le Trésor en profita pour baisser la rémunération de ses bons d'un demi-point et émettre en juillet et septembre des emprunts à moyen terme. Ces emprunts servirent en partie à rembourser les 7,5 milliards de francs de bons de 1924 arrivant à échéance. En janvier 1935, Jean Tannery remplaça Clément Moret au poste de gouverneur de la Banque de France. En tant qu'ancien directeur des Caisses d'amortissement et de dépôt, le gouvernement espérait plus de « compréhension » de sa part et notamment que la

Banque accepte d'escompter des titres publics. Ce qui arriva, avec la création au bilan de l'Institut d'émission du poste des avances sur effets publics. Mais à partir du milieu de l'année 1935, la situation empira. Après la dévaluation belge, membre du bloc-or, la tension sur le franc grandit. Les sorties d'or accélérèrent et le financement de la dette devint très difficile. Le gouvernement dut alors se tourner toujours plus vers les avances indirectes de la Banque de France. Celles-ci passèrent de 4 à 17 milliards de francs entre les mois de mai 1935 et 1936. Le financement monétaire de la dette était de retour.

Le tableau suivant résume les émissions à moyen et long terme entre 1932 et 1936.

Date	Emprunt	Prix d'émission	Montants (en millions de francs)
Septembre 1932	4.5% (Conversion)		3765
	4.5% (rééquipement national)	94	3765
	4.5% (PTT)	99.3	2600
Mars 1933	4.5% (60 ans)	98.5	5.176
Juillet 1933	4.5% (10 ans)	96.25	33349
Décembre 1933	5% (5 ans)	97	1594
	5% (PTT)	91	2307
Janvier 1934	5.5% (10 et 15 ans)	97.5	4066
Juillet 1934	4%	95	5099
Septembre 1934	4.5% (3.6 et 10 ans)	97.6	8768
	5% (PTT)	91	1192
Mars 1935	4% (3.6 et 10 ans)	98	3300
Décembre 1935	5% (30 ans)	91	2086
	5% (PTT)	91	1500
Juillet 1936	Bons Auriol (6 mois et 1 an)		4455
	5% (PTT)	91	794

Tableau 2.5 – Emprunts à moyen et long terme, 1932-1936.

D'après les données de K.Mouré, (1998)

**II.3.3.4 Du Front populaire à la guerre, l'acceptation des déficits** La période qui s'étendit de l'arrivée au pouvoir du Front populaire en mai 1936 au déclenchement de la guerre en septembre 1939, vit une très forte hausse des déficits et de la dette publique. En effet au cours de cette phase, la défense du franc et donc pour cela, la lutte contre les déficits, perdit sa qualité d'objectif prioritaire, au profit du programme du Front populaire jusqu'en avril 1938, puis de la préparation à la guerre.

Les élections de mai 1936 amenèrent au pouvoir le Front populaire, élu sur les bases d'un programme économique à contre-pied des politiques déflationnistes antérieures. Son projet reposait sur la « politique du pouvoir d'achat ». Il voulait relever le pouvoir d'achat pour « stimuler la consommation et ainsi assurer de poche en poche la reprise de l'économie » (Asselain, 1984, p.53). Ce gouvernement proposa alors un véritable programme de reflation, visant une amélioration des revenus et de la demande. Pour cela, il créa un fonds national de chômage (bien que son indemnisation ait progressé au cours de la crise, elle restait toujours lacunaire), lança des plans de grands travaux et prit des mesures pour relever les prix et les revenus agricoles. Mais la mesure phare de cette politique était la réduction de la semaine de travail, de 48 à 40 heures. Ce nouveau gouvernement espérait ainsi remédier au chômage en répartissant l'effort de travail. Il réforma également la Banque de France, réduisant le pouvoir des 200 familles au profit de l'État. Ce fut la nationalisation *de facto* de la Banque. Émile Labeyrie fut nommé à sa tête. Ce dernier transforma les 14 milliards de bons du Trésor réescomptés par l'Institut en avances directes, auxquelles il rajouta 10 milliards de possibilités supplémentaires.

Mais avant que ne fussent votées les 11 et 12 juin, les lois sur la semaine de 40 heures, les congés payés et la mise en place des conventions collectives, de grandes grèves avec occupation d'usines éclatèrent en mai et juin. Elles aboutirent aux accords de Matignon, responsables d'une hausse moyenne des salaires de 12 %. Le coût du travail augmenta fortement en France dans la seconde moitié de l'année 1936 (plus 4 % avec les congés payés et plus 20 % avec la mise en place des 40 heures). La hausse de la demande et l'augmentation du coût du travail favorisèrent alors l'inflation. Ainsi Sauvy (1972) évalue la progression des prix de détail entre juin et septembre à 5,5 %. Cette hausse fut bien plus forte pour les prix de gros, atteignant même 14 % en variation annuelle pour certains aliments.

Du côté du budget, les décrets-lois de Laval sur les traitements des fonctionnaires furent allégés, mais dans l'ensemble, le budget de 1936 ne contient pas de mesures spécifiques. Et malgré une reprise de l'activité, il demeura très déficitaire, le retour de l'inflation érodant les recettes.

	1936	1937	1938	1939
Déficits (en milliards de francs courants)	23,4	30,5	32,4	79,88
Déficits/Pib (en pourcentage)	8,32	8,73	8,19	17,62

Tableau 2.6 – Les déficits publics (y compris charges d'intérêt) de 1936 à 1939.

L'arrivée du Front populaire au pouvoir, les grèves, les hausses des prix et le retour des avances directes, amplifièrent la défiance envers la monnaie. Les sorties de capitaux s'accéléraient et l'encaisse-or de la Banque se réduisit encore plus, passant de 63 milliards de francs en avril, à moins de 53 en septembre. Le gouvernement dut alors se résoudre à dévaluer le franc de 30 % le 26 septembre et à le maintenir dans un intervalle de variation. Un fonds de stabilisation nouvellement créé devait maintenir la monnaie dans cette fourchette et un contrôle des changes appliqué. Cette dépréciation monétaire fut négociée dans le cadre de l'accord triparti avec le Royaume-Uni et les États-Unis. À la suite de cette dévaluation, l'activité s'améliora, l'indice de production passant entre septembre et décembre de 81 à 91. Le chômage recula également. Mais la hausse des prix accéléra elle, poussée notamment par la dévaluation de la monnaie et elle atteignit 25 % en rythme annuel entre mai et décembre.

En 1937 le Front populaire put élaborer pour la première fois pleinement le budget et mettre ainsi en œuvre son programme de reflation. Les mesures prises consistèrent en un allègement et une modification de la structure de la fiscalité, favorisant une plus grande progressivité de l'impôt. Un budget extraordinaire de 16 milliards de francs financé par emprunt fut aussi créé. Il comprenait les principales nouvelles dépenses, notamment celles de grands travaux et de la Défense nationale. Mais en février l'activité se remit à chuter et le gouvernement dut alors se résoudre à une « pause » dans ces mesures. Le plan des grands travaux fut réduit, les salaires non adaptés au coût de la vie. Mais l'activité continua à

se dégrader et le gouvernement de Léon Blum tomba finalement en juin. Le radical Émile Chautemps en forma un nouveau et obtint les pleins pouvoirs économiques. Par décret il releva la plupart des taxes et tarifs, augmenta le plafond des avances de 15 milliards et annula des crédits de grands travaux. En juin 1937, les limites de fluctuation du franc furent abolies et une légère reprise se produisit au deuxième semestre 1937, conséquence du nouvel avilissement monétaire. Mais cette reprise ne fit que retarder momentanément les effets de la conjoncture mondiale qui se dégradait à nouveau. Pour tenter de financer sa dette, le Trésor émit en mars 1937 un emprunt à 4,5 % à garantie de change, dans le but de séduire les capitaux qui continuaient à fuir le pays.

Le budget de 1938 prévoyait lui une baisse des dépenses du budget extraordinaire, mais devait toujours être financé par emprunt. Dès le début 1938, l'activité chuta à nouveau, Chautemps démissionna et Blum fut rappelé pour former un gouvernement. En avril, l'éclatement du Front populaire et l'aggravation de la situation internationale firent chuter ce gouvernement. Daladier en forma alors un nouveau et en octobre, il obtint des pouvoirs exceptionnels pour prendre des décrets-lois.

Ainsi de mai 1936 à la mi-1938, les dépenses augmentèrent et les recettes se réduisirent, faisant exploser les déficits. Le franc ne put être maintenu à sa parité et fut dévalué à plusieurs reprises. À cela s'ajoutait la menace grandissante de l'Allemagne et le retour de l'instabilité ministérielle, cinq ministres des Finances en 1938. Le renouvellement et l'émission de nouveaux bons devinrent dès lors très difficiles. Les gouvernements se tournèrent donc massivement vers les avances directes de la Banque de France. Elles passèrent en trois étapes, de 24 milliards de francs en 1936, à 54 milliards en 1938. Les avances indirectes furent aussi utilisées, un décret-loi de juin 1938 autorisant la Banque à acheter des effets du Trésor sur le marché libre. La circulation des billets passa alors de 86 milliards en octobre 1936, à plus de 125 en septembre 1938. Le quart de tous ces billets avait pour origine une création arbitraire de monnaie au profit de l'État (Sédillot, 1979). Ce financement monétaire de la dette favorisa l'inflation, qui atteignit 47 % entre les mois de mai 1936 et 1938.

En septembre 1938 les accords de Munich furent signés et le programme du Front populaire dut alors être abandonné au profit du réarmement national. Dans la foulée, une convention engagea la Banque à mettre à disposition du Trésor, des avances provisoires

à hauteur de 29 milliards en cas de mobilisation générale des armées. Le 2 novembre Paul Reynaud fut nommé ministre des Finances et l'instabilité politique prit fin. Le 12 novembre l'encaisse-or de la Banque fut réévaluée et la dépréciation du franc entérinée à 58 %. Le gouvernement utilisa le produit de cette revalorisation de l'or pour rembourser les avances de la Banque. L'industrie fut mobilisée pour l'effort de guerre, la durée du travail augmentée, les impôts relevés et les dépenses civiles réduites. La monnaie se stabilisa et l'activité reprit, les capitaux rentrèrent alors en France. Le budget de 1939 fut cependant lourdement déficitaire en vue de préparer la guerre.

L'importance des déficits sur cette période fit s'envoler la dette publique, mais sa soutenabilité s'améliora grâce à la reprise modérée de l'activité et surtout à l'inflation. Au déclenchement de la guerre, la dette représentait 93 % du PIB, après avoir atteint un sommet à 124 % en 1936. Une fois de plus pendant l'entre-deux-guerres, l'inflation avait financé une grande part de la dette.

	1936	1937	1938	1939
Dette	347.74	370.23	379.11	421.7
Pib	281.27	349.31	395.83	453.25
Dette/Pib (en pourcentage)	124	106	96	93
Déficits hors charges d'intérêt	10.7	16	16.4	68.48
Charges d'intérêt	12.7	14.5	16	11.4
Variation annuelle dette/Pib (en %]	1.42	-14.27	-9.6	-2.8
Besoin de financement hors intérêt	3.12	3.7	3.9	15.8
Charges d'intérêt	3.72	4.17	4.32	3
Croissance en volume	-1.29	-2.32	2.46	-3.96
Inflation	-4.11	-19.82	-20.33	-17.69

Tableau 2.7 – Dynamique de la dette de 1936 à 1939  
(en milliards de francs courants).



### III Dette publique et abandon de l'étalon de change-or, une analyse de durée

Nous venons de voir que les défauts souverains furent généralisés au cours de la grande dépression, aussi bien sur les dettes extérieures que sur celles intérieures, et cela *de facto* ou *de jure*. Nous avons également vu comment endettement public et crise monétaire peuvent être théoriquement liés entre eux. Enfin, l'étude du cas de la France au cours de cette période, nous a montré la pertinence du rôle de la dette publique et du problème de son financement dans l'abandon de l'étalon de change-or par ce pays. Cette section vise alors à montrer économétriquement que l'endettement public eut une influence sur l'abandon de l'étalon de change-or au cours de la crise des années trente.

Nous utiliserons un modèle de durée (« duration analysis ») pour tester cette hypothèse. Ce type de modèle permet l'estimation de durée de vie, ou de temps d'attente. Ses applications sont larges et portent de la médecine et biologie, à la sociologie, en passant par l'économie. Le choix de cette méthode fait suite aux travaux Meissner (2005) qui utilisa le premier cette technique dans le but de déterminer les variables pertinentes dans le délai d'adhésion à l'étalon-or classique dans la seconde moitié du XIXe siècle. Cette technique a par la suite été reprise par Wandschneider (2008) dans le cas de l'abandon de l'étalon de change-or au cours de la grande dépression. H. Wolf et T. Yousef (2007) utilisent également cette méthode dans le même but comme nous l'avons vu précédemment.

Notre objectif sera d'estimer la probabilité de sortie de l'étalon de change-or. Le but est alors d'estimer le temps de survie dans ces conditions avant de sortir de l'étalon de change-or. L'analyse va principalement viser à estimer la probabilité conditionnelle au temps qu'un pays quitte l'étalon-or à la date  $t$ . Notre démarche s'inspirera de celle de Wandschneider (2008). Nous essaierons dans un premier temps de répliquer ses résultats, puis nous y incorporerons des variables liées à l'endettement public, dans l'objectif d'établir la pertinence de nouveaux prédictors liés aux dettes publiques.

Pour cela, nous reprendrons ses hypothèses. L'échantillon de nations que nous utilisons débute alors lorsque les pays appartiennent à l'étalon de change-or. Nous avons donc choisi l'année 1928 pour le débiter. De la sorte, seules les transitions de l'étalon de change-or vers un régime de change des monnaies ayant abandonné leurs parités-or d'avant-crise sont

prises en compte. Ainsi, l'abandon de l'étalon-or est indifféremment considéré ici, que les nations aient dévalué leurs monnaies, mis en place un contrôle des changes ou suspendu leur convertibilité-or. Le régime de changes adopté par les pays après la sortie de l'étalon-or n'est donc pas étudié. L'analyse empirique se limite à l'étude d'un seul événement. Nos données portent alors jusqu'à l'année 1936, date à laquelle tous les participants à cet accord monétaire avaient abandonné leurs parités-or d'avant-crise.

### III.1 Les données

Pour connaître la pertinence d'une approche par la dette de la sortie de l'étalon de change-or, il a tout d'abord été nécessaire de reconstituer une base de données. À partir des indications de Wandschneider sur ses données, nous avons reconstitué son échantillon. Cela afin de pouvoir vérifier la pertinence de notre modèle économétrique, mais également s'appuyer sur les conclusions de cet auteur sur les variables pertinentes à utiliser.

L'étude de Wandschneider portait sur 24 pays et comprenait, l'Allemagne, l'Argentine, l'Autriche, la Belgique, le Brésil, la Bulgarie, le Canada, le Danemark, les États-Unis, la Finlande, la France, la Grèce, la Hongrie, l'Italie, les Pays-Bas, la Norvège, la Pologne, le Portugal, la Roumanie, le Royaume-Uni, la Suède, la Suisse, la Tchécoslovaquie et la Yougoslavie. Nous avons repris cette liste, à laquelle nous avons ajouté l'Afrique du Sud, l'Australie, le Chili, la Colombie, l'Estonie, le Mexique et la Nouvelle-Zélande. Le choix de ces pays fut dicté par la disponibilité des données.

Les variables suivantes sont celles que Wandschneider a montré être significatives :

**gold\_standard** : variable indicatrice temporelle. Elle prend la valeur 0 lorsque le pays n'appartient pas à l'étalon de change-or, la valeur 1 lorsqu'il est sur ce régime monétaire, et la valeur 2 l'année où il le quitte. Les dates d'entrée et de sortie de l'étalon de change-or correspondent aux dates *de jure*. Elles ont été établies à partir d'Eichengreen (1992)

**creditor\_status** : variable indicatrice temporelle indiquant si un pays était créateur ou débiteur net au cours de l'entre-deux-guerres. La variable prend la valeur 0 lorsqu'un pays était débiteur net et 1 lorsqu'il était créateur net. Nous avons utilisé Eichengreen (1992), Simmons (1997) et Aldcroft (1977) pour déterminer le statut de chaque nation.

**banking crisis** : variable indicatrice temporelle prenant la valeur de 1 l'année où

un pays connu une crise bancaire. S'il connu deux crises bancaires la même année, la variable prend la valeur 2. Et 0 s'il n'en subit pas pour une année donnée. Les données sont extraites de Bernanke et James (1991) et complétées par Reinhart et Rogoff (2010a).

**democracy** : variable indicatrice temporelle prenant la valeur de 1 chaque année où le régime politique d'un pays pouvait être considéré comme une démocratie. S'il n'était pas considéré comme tel, la variable prend la valeur 0. La classification a été faite par rapport à celle de Wandschneider (2008). Wandschneider considère le Canada comme une démocratie. Or il appartenait à l'Empire britannique. Dans ce sens, nous avons donc également considéré l'Afrique du Sud, l'Australie et la Nouvelle-Zélande comme des démocraties.

**hyperinflation** : variable indicatrice temporelle prenant la valeur de 1 l'année où un pays connu une crise d'hyperinflation, 0 sinon. Parmi notre échantillon, seules l'Allemagne, l'Autriche, la Hongrie et la Pologne sont considérées comme ayant subi une période d'hyperinflation au début des années vingt. Données d'après Aldcroft (1977).

**sterling\_bloc** : variable indicatrice temporelle indiquant les pays membres du bloc sterling. Cette variable prend la valeur 0 l'année où un pays n'est pas membre de ce bloc monétaire, et la valeur 1 l'année où il en fait officiellement partie. Cette classification a été faite à partir d'Eichengreen et Irwin (1995) et Feinstein, Temin et Toniolo (2008).

**per\_capita\_gdp** : PIB par habitant. Les données sont tirées de Maddison (2003).

**unemployment\_rate** : Taux de chômage. Ce taux correspond au nombre de chômeurs annuels, divisé par la population totale annuelle du pays. Le nombre de chômeurs chaque année a été collecté dans les rapports de la Ligue des Nations (1922-1942). Pour les pays qui n'étaient pas renseignés dans ces sources, nous avons utilisé les données de Mitchell (1992). Les données de population correspondent à celles de Maddison (2003). Nous avons calculé ce « taux de chômage » particulier, car nous n'avons pas trouvé de données sur les populations actives. La Ligue des Nations indique des taux de chômage conventionnels pour certains pays, mais les données concernant le nombre de chômeurs « bruts » sont plus nombreuses. Nous avons alors préféré avoir un échantillon plus large et recourir au rapport nombre de chômeurs sur population totale.

Les variables que nous avons ajoutées sont les suivantes :

**retour\_or** : variable indicatrice temporelle indiquant si un pays rétablit la convertibilité-or de sa monnaie au cours des années vingt à la même parité-or qu'avant-guerre. Cette variable prend la valeur 0 les années où le pays n'était pas sur l'étalon de change-or, la valeur 1 les années où il appartenait à ce régime monétaire à sa parité-or d'avant-guerre. Et la valeur 2 les années où il appartenait à ce système monétaire, mais pour les pays ayant rétabli une parité dépréciée. Données d'après Eichengreen (1992), complétées par Feinstein, Temin et Toniolo (2008) et Aldcroft (1977).

**bloc\_commercial\_allemand** : variable indicatrice temporelle indiquant les pays membres du bloc commercial allemand. La variable prend la valeur 0 l'année où un pays n'en est pas membre, et la valeur 1 lorsqu'il appartient à ce bloc. Cette classification a été faite à partir d'Eichengreen et Irwin (1995) et Feinstein, Temin et Toniolo (2008).

Celles liées à l'endettement :

**debt\_to\_gdp** : correspond au ratio d'endettement public sur PIB. Les données proviennent d'Abbas, Belhocine, El-Ganainy et Horton (2010). Pour la France nous avons préféré utiliser les données de Villa (1993) qui nous semblaient de meilleure qualité.

**part\_dette\_etrangere** : correspond au rapport entre dette publique en monnaie étrangère et endettement public total. Nous avons pour cela collecté les données correspondant à l'endettement extérieur de chaque pays, ainsi que celles de leur endettement total. Ces données proviennent de la Ligue des Nations (1928-1942). Ces dettes sont comptabilisées en monnaie nationale. Elles ne sont donc pas directement comparables entre elles, mais leur ratio l'est lui. Nous avons préféré retirer l'Allemagne, la France et l'Italie de l'étude, car la comptabilisation des dettes de guerre y était traitée très différemment et certaines dettes extérieures non prises en compte.

**endettement\_exterieure\_pib** : correspond au ratio d'endettement extérieur public par rapport au PIB. Pour obtenir ces données, nous avons multiplié le ratio d'endettement extérieur sur endettement total calculé précédemment, par la dette publique rapportée au PIB donnée par Abbas, Belhocine, El-Ganainy et Horton (2010). Nous avons conscience de la limite de ces données calculées, les dettes comptabilisées par la Ligue des Nations, et le travail des auteurs précédents n'ayant pas été établis selon les mêmes standards. Il nous semble cependant que les indications que nous pouvions en tirer étaient des approximations acceptables.

**dette\_exterieure\_sur\_exportations** : correspond à l'endettement extérieur public rapporté aux exportations d'un pays. Les données d'endettement extérieur et celles des exportations ont été collectées dans les rapports de la Ligue des Nations (1922-41). Ces données sont comptabilisées dans ces rapports en monnaie locale. Si elles ne sont pas directement comparables, leurs ratios le sont eux.

**solde\_budgetaire** : correspond au solde budgétaire d'un pays. Les données proviennent de Bordo, Eichengreen, Klingebiel et Martinez-Peria (2001).

L'intérêt de l'utilisation de ces variables peut être décrit de la façon suivante :

**creditor\_status** : les pays débiteurs devraient sortir de l'étalon de change-or avant les créditeurs. En effet, avec la grande dépression, les flux de capitaux internationaux s'arrêtèrent (à l'époque ces flux sont surtout des financements de dette publique sous la forme de prêts directs ou d'achat de titres de dette, il y a peu de ce que l'on comptabiliserait aujourd'hui comme des Investissements Directs Etrangers). Les pays endettés en monnaie étrangère ne purent pas renouveler leur dette. Leurs exportations étaient principalement constituées des matières premières. Or dans un contexte d'effondrement des prix et des volumes d'exportations, ces pays ne dégagèrent pas suffisamment de ressources pour rembourser leurs dettes en devises. Comme ils ne pouvaient plus emprunter, leurs balances des paiements se détériorèrent et ils durent abandonner l'étalon de change-or. Les pays créditeurs au contraire arrêterent de prêter et continuèrent de recevoir les remboursements de leurs anciens prêts (tant que ceux-ci eurent lieu), donc leurs balances tendirent à s'améliorer. Ils purent alors maintenir l'étalon de change-or plus longtemps.

**banking crisis** : Le déclenchement d'une crise bancaire entraînait des sorties de capitaux. Ces sorties menaçaient le change et les nations touchées durent abandonner l'étalon de change-or. Un autre canal de l'influence des crises bancaires fut par la détérioration de l'activité qu'elles provoquèrent (voir Bernanke [2000]).

**democracy** : comme nous l'avons déjà vu dans le cadre de régime démocratique, la montée des revendications sociales au cours des années vingt, contraignirent la capacité des gouvernements à mener des politiques déflationnistes aussi intenses qu'avant-guerre. Les démocraties eurent donc tendance à sortir plus rapidement de l'étalon de change-or.

**hyperinflation** : comme vu précédemment, les nations ayant subi l'hyperinflation

dans les années vingt considéraient l'étalon d'échange-or comme le gage de la stabilité monétaire. L'abandonner signifiait donc risquer à nouveau de connaître le chaos monétaire qui avait marqué les années vingt.

**sterling\_bloc** : il était constitué de certains des principaux partenaires commerciaux du Royaume-Uni. Lorsque ce pays abandonna l'étalon de change-or, ses partenaires furent incités à en faire autant, cela était sinon prendre le risque de voir ses échanges avec cette nation diminuer, dans un contexte d'effondrement du commerce international.

**per\_capita\_gdp** : plus le niveau d'activité par habitant d'un pays était élevé, plus celui-ci disposait de moyen d'affronter la crise et donc sortait plus tard de l'étalon de change-or.

**Unemployment\_rate** : le taux de chômage peut refléter l'intensité de la crise, plus celle-ci fut intense, plus la probabilité de quitter l'étalon de change-or augmentait.

**bloc\_commercial\_allemand** : l'objectif de cette variable est de voir si appartenir au bloc commercial allemand influença la date de sortie de l'étalon de change-or. Wand-schneider a mis en avant que l'appartenance au bloc sterling à la suite de l'abandon de l'étalon de change-or augmentait la probabilité de sortie de ce régime. Ici nous voulons voir si l'appartenance au bloc commercial allemand eut des effets identiques au bloc sterling.

**retour\_or** : l'idée est de tester si les nations qui rétablirent une parité-or dépréciée dans les années vingt par rapport à celle d'avant-guerre ont mieux résisté à la grande dépression que celles ayant rétabli leurs anciennes parités-or. Cette variable peut également être reliée aux questions d'endettement public. En effet les pays qui adoptèrent une parité-or dépréciée, avaient pu liquider une partie de leurs dettes publiques héritées de la Première Guerre mondiale, contrairement à celles qui comme le Royaume-Uni retrouvèrent leurs niveaux de change-or d'avant-guerre.

**debt\_to\_gdp** : cette variable doit nous montrer si le niveau d'endettement public affecta la durée de maintien de l'étalon de change-or face à la grande dépression.

**part\_dette\_etrangere** : ici, c'est le niveau de la dette extérieure par rapport qui est étudié. En endettement extérieur élevé a-t-il conduit à une sortie précoce de l'étalon de change-or. **textbfendettement\_exterieure\_pib** : cette variable teste la même idée que la précédente, mais à travers une autre mesure du niveau d'endettement public, la dette extérieure rapportée au PIB.

**dette\_exterieure\_sur\_exportations** : là aussi, l'idée testée est la même que les deux précédentes, mais ici c'est aux capacités de remboursement de la dette extérieure que nous nous intéressons, à travers le niveau d'endettement rapporté aux exportations.

**solde\_budgetaire** : cette variable doit nous montrer si les déficits budgétaires influencèrent la capacité de maintien de l'étalon de change-or.

## III.2 Le modèle économétrique

### III.2.1 Traitement des données censurées et tronquées

Les difficultés inhérentes à ce type de modèle portent généralement sur les données tronquées et censurées, qui proviennent de l'existence d'observations incomplètes. Les données sont souvent partielles (Fermanian). On parlera de censure à droite si l'individu n'a pas subi l'événement à la dernière observation. La censure à gauche correspond quant à elle au cas où l'individu a déjà subi l'événement avant que l'individu soit observé. La troncature diffère des censures au sens où elles concernent l'échantillonnage lui-même. S'il y a troncature, une partie des pays ne sont pas observables et on n'étudie qu'un sous-échantillon. Le biais de sélection est un cas particulier de troncature. Selon Wandschneider (2008), le fait de n'utiliser que les données à partir de 1928 évite d'avoir des données censurées. En effet, à cette date, tous les pays appartenaient à l'étalon-or. Si nous avions fait débiter nos données plus tôt, cela n'aurait pas forcément été le cas.

### III.2.2 La spécification des modèles de durée appliquée à l'étalon-or

Dans la version continue, posons  $T$  une variable aléatoire de densité  $f(t)$  et de fonction de répartition  $F(t)$ . La probabilité de sortir de l'étalon de change-or à la date  $t$  peut alors être notée de la façon suivante :

$$S(t) = 1 - F(t) = P[T > t]$$

La distribution conditionnelle de sortie de l'étalon-or est donnée par la fonction de hasard :

$$\lambda(t) = \frac{f(t)}{[1-F(t)]}$$

Étant donné les caractéristiques de nos données, il est donc nécessaire d'utiliser un modèle discret. La prochaine étape porte donc sur la discrétisation de la fonction de hasard (ou d'aléa). On cherche donc à estimer par cette fonction :

$$\lambda(t)dt = P[t \leq T < t + dt | T \geq t] = \frac{f(t)dt}{S(t)}$$

Le choix de Wandschneider (2008) a été d'utiliser une fonction de hasard de type log-log. Dans un article important dans la littérature des modèles de durée, Jenkins (1997) montre que la spécification en log-log de la fonction de hasard permet de ne pas utiliser exclusivement des fonctions de hasard proportionnel dans le temps. On obtient alors la fonction de hasard discrétisée :

$$h_{it} = \frac{1}{1 + \exp[-(\tau(t) + \beta\chi_{it})]} \leftrightarrow \log h_{it} - \log(1 - h_{it}) = \tau(t) + \beta\chi_{it}$$

Le modèle reprendra la spécification de Wandschneider (2008) à propos de la fonction de hasard, avec :

$$\tau(t) = (q - 1) \ln(t)$$

Cela revient à estimer selon Jenkins (1995), la log vraisemblance suivante :

$$\log L = \sum_{i=1}^n \sum_{t=\tau}^{\tau+s_i} y_{it} \log\left(\frac{h_{it}}{1-h_{it}}\right) + \sum_{i=1}^n \sum_{t=\tau}^{\tau+s_i} \log(1 - h_{it})$$

La variable  $y$  peut être définie comme une fonction indicatrice de la sortie de l'éta lon-or. Un des résultats de Jenkins (1995) la production d'une forme standard de vraisemblance, permettant une estimation selon un modèle de régression linéaire généralisée suivant une loi binomiale et une spécification log-log de la distribution : on retrouve alors la spécification de la fonction de hasard évoqué précédemment. McCullagh et Nelder (1990) donnent les instructions précises pour l'évaluation de la spécification log-log de la distribution.

### III.2.3 L'algorithme d'estimation et de transformation des données

L'algorithme de transformation des données nécessaire à l'estimation de ce modèle est donné dans un premier temps par Jenkins (1995) puis par Jenkins (1997) dans une note consacrée à STATA. Le logiciel utilisé pour la construction de l'algorithme sera MATLAB, avec l'utilisation de la fonction *glmfit*, qui permet de retrouver la spécification



voulue. L'étape avant l'estimation en elle-même consiste donc à constituer les matrices de covariables (en terminologie des modèles de durée, plus communément appelé régresseurs) en reprenant l'algorithme de Jenkins (1995) : Établir le vector  $y$  de variables indicatrices, en fonction de la sortie ou non de l'étalon-or Établir la matrice  $X$  comprenant pour chaque date le  $\log$  du temps associé aux différents régresseurs.

Dans les résultats suivants :

\*\*\* : indique une significativité à 1 %

\*\* : indique une significativité à 5 %

\* : indique une significativité à 10 %

Les valeurs entre parenthèses sont les p-values.

Résultats sur la base de l'estimation des articles de recherche

	Modèle 1	Modèle 2	Modèle 3	Modèle 4
constant	3.434** (0.268)	-7.9 (0.059)	-2.381 (0.714)	-5.287** (0.473)
ln(t)	1.672*** (0)	2.832*** (0)	3.157*** (0)	3.117*** (0)
per_capita_gdp	-0.952** (0.029)	0.308** (0.553)	-0.517** (0.543)	-0.173** (0.855)
democracy	0.909** (0.112)	1.637*** (0.008)	2.435*** (0.006)	2.431** (0.015)
creditor_status		-2.878*** (0)	-2.631*** (0.001)	-3.065*** (0)
banking_crisis			-0.361** (0.559)	
unemployment_rate				0.139** (0.214)

Résultats sur l'introduction des variables de dettes

	dette_ extérieure_ sur _ expor- tation	debt_ to_ gdp	Endettement _ extérieur _ pib	part _ dette _ étrangère	solde _ bud- getaire
constant	8.223** (0.025)	4.281 (0.198)	6.708 (0.154)	7.583** (0.036)	12.151** (0.044)
ln(t)	2.665*** (0)	1.651*** (0)	2.263*** (0.001)	2.073*** (0)	1.878*** (0)
per _ capita _ gdp	-1.874*** (0.001)	-0.964** (0.034)	-1.46** (0.026)	-1.632*** (0.001)	-2.076** (0.013)
democracy	2.36*** (0.006)	0.241 (0.696)	0.967 (0.254)	1.695** (0.019)	1.265 (0.163)
Nouvelle Var	-0.975** (0.027)	0.006 (0.821)	0.014 (0.776)	-4.011 (0.394)	-0.03 (0.628)

### III.2.4 Démarche suivie pour obtenir ces résultats

Nous avons repris l'ensemble des variables significatives de Wandschneider. Le résultat obtenu est contrasté. Nous retrouvons bien le signe des variables des estimations, mais la sélection des variables indique la sélection de variables indique un « cœur » de variables éligibles plus restreint que la panoplie utilisée dans son article. Il faudrait donc se concentrer sur ces données satellites : faut-il uniquement utiliser des variables indicatrices ? Ces variables indicatrices peuvent-elles prendre plusieurs valeurs (pas de variable binaire). Il serait donc intéressant d'approfondir ce point.

Nous avons ensuite introduit nos nouvelles variables. Chacune des variables de dette a été testée selon la méthode stepwise (downside et upside). Il en résulte que l'introduction de variables de dette sur les spécifications précédentes du modèle de Wandschneider baisse leur puissance (d'explicativité). Pire, l'introduction de ces variables fait parfois changer le signe de variables tels que le PIB, le taux de chômage ou la démocratie ? C'est donc volontairement que nous avons choisi de conserver seulement les variables de PIB et

de démocratie (les plus puissantes économétriquement) pour déterminer si nos variables étaient pertinentes. Seule la variable dette sur exportation sur PIB ressort significative lorsque l'on utilise le modèle « cœur ». Lorsque l'on compare avec la spécification sans cette variable, nous remarquons que les p-value associées sont bien meilleures lors de l'introduction de la variable. Donc même si le signe n'est pas celui escompté, cette variable apporte bien de l'information puisque les autres variables ressortent avec une p-value de 0.1 % et 0.6 % (PIB et démocratie) bien en dessous des 2.9 % et 11.2 % pour la spécification simple des deux variables. L'interprétation de tels résultats n'est pas encore claire mais les interactions entre ces variables seront à étudier. Une autre variable aurait également un intérêt. Il s'agit de la part de la dette extérieure. Nous retrouvons le même phénomène, les variables PIB et démocratie sont beaucoup plus significatives avec l'introduction de cette variable. Plus la part des dettes extérieures diminue (il ne faut pas oublier que nous sommes en différence première dans cette spécification) dans la dette totale, plus le risque de sortie de l'étalon-or augmente. Cela voudrait dire que la dynamique de détention de la dette possède un impact (on pourrait parler de fuite de capitaux par exemple induits par la réduction d'un tel indicateur économique). Cette variable, même si peu significative [p-value à environ 30 %], recèle une information potentiellement intéressante.

En conclusion, nous pouvons dire que les résultats obtenus sont quelque peu frustrants. La reproductibilité du modèle initial puis l'introduction de nouvelles variables ne présentent pas les résultats attendus. Les deux variables retenues, dette sur exportation et part de la dette extérieure sur la dette totale, soulignent l'influence de l'endettement extérieur dans l'abandon de l'étalon de change-or, mais le signe semble opposé.

Le modèle pourrait cependant être amélioré selon les pistes suivantes. Il faudrait retravailler la spécification du modèle pour obtenir une meilleure reproductibilité des résultats de Wandschneider. Nous pourrions également voir si d'autres spécifications de fonction de hasard ne produisent pas de meilleurs résultats. Nous pourrions aussi retravailler les variables de dettes, améliorer la qualité des données et essayer de trouver des indicateurs moins corrélés avec d'autres variables. Enfin, nous pourrions faire une estimation dynamique des bêta. En effet, les facteurs explicatifs ne sont peut-être pas les mêmes dans le temps et dans l'espace.



## CHAPITRE 3

# Les blocs des années trente

---



## I L'apparition de différents blocs

Le régime d'étalon de change-or ne résista pas à la grande dépression comme nous venons de le voir. Les nations l'abandonnèrent l'une après l'autre, ainsi que les préceptes qu'il sous-tendait. Si la fin de ce système monétaire se produisit dans une forme de chaos, les pays quittant la convertibilité-or sans trop de concertations, et provoquant des mesures de représailles de la part de leurs partenaires, ce ne fut cependant pas pour autant que toute forme d'organisation monétaire disparut. En effet, au régime international d'étalon de change-or, dont l'audience s'étendait à la quasi-totalité des nations, 45 adhérant à ce système en 1929, se substituèrent différentes organisations monétaires au niveau régional. L'étalon de change-or, à la fois régime de change, fondé sur la prévalence de l'objectif de fixité des parités-or, mais aussi d'organisation des échanges internationaux, la libre circulation internationale des capitaux et le libre-échange étant des valeurs inhérentes à cette organisation monétaire, fut alors remplacé par différentes formes d'organisations. D'un régime que l'on pourrait presque qualifier d'universel, par les différents aspects des relations internationales qu'il régissait et par l'entendue des participants qu'il couvrait, le système international se fragmenta en différents blocs régionaux, en régissant différents aspects. Ainsi, des blocs monétaires et d'autres commerciaux, aux lignes de fractures parfois différentes, émergèrent à la suite de l'effondrement de l'étalon de change-or. Trois, voire quatre blocs monétaires peuvent alors être distingués dans les années trente, les blocs sterling, bloc-mark, bloc-or, et dollar. Ils se caractérisent par la volonté de rétablir une certaine fixité des changes entre leurs membres respectifs. Certains pays passèrent de l'un à l'autre. Les blocs commerciaux, résultat de la montée des mesures protectionnistes, correspondaient à des accords commerciaux entre différentes nations. Ils étaient cependant beaucoup plus volatils, certains ayant une durée de vie relativement faible, et leurs découpages ne recoupaient pas toujours ceux des blocs monétaires.

### I.1 Les blocs monétaires

Le système monétaire international s'organisa autour de trois à quatre blocs monétaires à la suite de l'effondrement de l'étalon de change-or.

## I.1.1 Le bloc sterling

Sterling area	Sortie GS	Entrée Sterling
Afrique du Sud	1932	1932
Argentine	1929	1933 (1934)
Australie	1929	1931
Danemark	1931	1933
Égypte	1931	1931
Finlande	1931	(1933)
Inde	1931	1931
Japon	1931	1933
Norvège	1931	1933
Nouvelle Zélande	1929	1931
Portugal	1931	1931
Suède	1931	1933
Royaume-Uni	1931	1931
Irlande	1931	(1931)

Tableau 3.1 – Pays membres du bloc sterling.

D'après les données de B.Eichengreen et D.Irwin (1995) et J.Gowa et R.Hicks (2013) pour les résultats entre parenthèses.

Le bloc sterling se forma après l'abandon de sa parité-or historique par le Royaume-Uni en septembre 1931. Entre cette date et 1933, certains pays abandonnèrent également l'étalon de change-or et ancrèrent ensuite leur monnaie sur la livre. Le bloc sterling peut alors être défini comme l'ensemble des pays dont la monnaie suivait les évolutions de la livre de façon très proche et dont les politiques monétaires étaient influencées par celles menées à Londres. Ces pays n'appartenaient cependant pas pour autant à une union monétaire formelle. Ainsi, dès que le Royaume-Uni quitta l'étalon de change-or, l'Égypte, l'Inde, l'Irak et le Portugal, l'Irlande, en firent de même et ancrèrent leur monnaie sur la livre. L'Australie qui avait déjà abandonné l'étalon de change-or, s'y rattacha en décembre de cette année. Le Danemark, la Finlande, la Norvège et la Suède, renoncèrent également à leurs parités-or historiques à la suite du Royaume-Uni et laissèrent fluctuer leurs monnaies.



Ils les ancrèrent alors sur le sterling en 1933, de même que le Japon, qui avait lui abandonné l'étalon de change-or quelques mois plus tard, en décembre 1931. Ils le firent cependant à un niveau de change inférieur à celui de 1931. L'Afrique du Sud, dont les liens économiques et politiques étaient pourtant très forts avec le Royaume-Uni, réussit à maintenir un an de plus l'or, mais finalement l'abandonna en 1932, et fixa son change sur la livre, en gardant les mêmes écarts de parités. La Nouvelle-Zélande se rattacha également à ce bloc, mais après avoir laissé sa monnaie se déprécier par rapport à la livre. L'Argentine, qui avait quitté l'étalon de change-or en 1929, formalisa son ancrage sur la livre en 1933. Enfin, le Brésil, le Venezuela et la Bolivie, déjà hors de l'étalon de change-or depuis 1930 pour les deux premiers, et 1931 pour le dernier, sans fixer parfaitement leurs monnaies à celle du Royaume-Uni, menèrent des politiques proches de l'ancrage avec celle-ci. Le Canada, pourtant dominion de l'Empire anglais, abandonna lui aussi sa parité-or historique en 1931, mais ne s'ancra pas à la livre. Ce choix fut motivé par l'importance de ses échanges commerciaux avec les États-Unis, ainsi que celle de sa dette libellée en dollar. Selon Eichengreen (1992), sa politique de change fut alors de suivre les évolutions monétaires de la livre et du dollar, en fixant le même poids à ces deux monnaies. Le bloc sterling et la stabilité des changes qu'il offrait, s'étendit encore à la suite de l'effondrement du bloc-or en 1936. En effet, certains pays comme la Turquie, la Grèce, et la Lituanie, dont les monnaies étaient ancrées sur le franc ou le franc suisse, une fois que leurs références monétaires dévaluèrent, préférèrent alors se tourner vers la livre.

Les nations qui choisirent d'appartenir au bloc sterling, le firent en grande partie, selon Feinstein, Temin et Toniolo (2008), car celles-ci avaient d'importantes relations diplomatiques avec le Royaume-Uni, notamment pour les membres de l'Empire anglais, comme les dominions, les Colonies où les États semi-indépendants, comme l'Égypte et l'Irak. D'autres, comme les petites économies qui reposaient sur le commerce extérieur, le firent car ce pays était leur principal marché d'exportations. Ce fut le cas en particulier des pays scandinaves. Enfin, certaines nations se rattachèrent au sterling, car leurs dettes ou leurs réserves étaient libellées ou détenues principalement en livres. La plupart des pays appartenaient d'ailleurs à plusieurs de ces catégories en même temps. Ces trois auteurs soulignent également la façon dont ces États maintenaient une parité fixe avec la livre. Les colonies anglaises, l'Égypte et l'Irak, opéraient déjà selon une caisse d'émission

monétaire (« currency board »). Une fois le sterling dévalué, elles continuèrent à faire de même. D'autres pays comme l'Afrique du Sud, l'Australie, l'Inde, la Nouvelle-Zélande ou le Portugal, réussirent à fixer fermement leur monnaie à la livre grâce à la détention d'amples réserves de change. Enfin d'autres, les pays scandinaves notamment, se servaient de la monnaie anglaise comme une cible pour leurs changes, et cela sans pour autant détenir d'importants volumes de cette devise en réserve.

Le Royaume-Uni était alors la nation au cœur de ce bloc monétaire, toutes les autres ancrant leurs monnaies à la sienne. Cependant ce pays n'incita pas les autres, excepté les membres de son empire colonial, notamment l'Inde, à dévaluer leurs monnaies et à les rattacher à la sienne. Il soutenait par contre ceux qui l'avaient fait, en octroyant des prêts en sterling pour les aider à maintenir la fixité de leurs changes. Ainsi en décembre 1931, la Banque d'Angleterre fit un crédit de 500 000 livres à la Banque de Finlande. Dans le même mois, elle en prêta également 250 000 au Danemark. Cette politique de crédit envers les membres du bloc sterling, tranchait avec celle de limitation des prêts extérieurs mise en place lors de la dévaluation de septembre 1931. En effet depuis cette date, les prêts étrangers étaient sous le contrôle strict du Trésor anglais et aucune émission étrangère n'était possible sans en avoir obtenu l'autorisation. L'obtention d'une telle permission était facilitée pour les participants au bloc sterling (Stewart, [1937]). Puis à la suite de la dévaluation américaine de 1933, le Royaume-Uni, en réaction, décida de formaliser un peu plus le bloc sterling à travers la Déclaration monétaire de l'Empire britannique (« Empire British Currency Declaration »). Cet acte réaffirmait l'engagement des nations signataires d'éviter les fluctuations excessives de leur monnaie par rapport à l'or et leur volonté de mener une politique monétaire reflationniste, visant à rétablir le niveau des prix d'avant-crise. Il mettait aussi en avant l'importance de la stabilité des changes et le souhait, qu'elle s'étendit à un plus grand nombre de pays. Il encourageait alors les nations hors du Commonwealth à s'ancrer sur la livre. Cette déclaration fut signée par les tous les dominions anglais, à l'exception de l'Irlande. Cette formalisation du bloc sterling et l'instabilité du dollar encouragèrent selon Eichengreen (1992), les pays scandinaves et l'Argentine à participer finalement à ce bloc. Toujours selon ce dernier auteur, ce mouvement permit d'inverser la tendance observée depuis le début de la grande dépression, de liquidation des réserves en devise. Les participants du bloc sterling connurent en effet

une augmentation de leurs réserves en livres, celles-ci passant de 37 % du total de leurs réserves à la fin 1931, à 51 % fin 1933.

### I.1.2 Le bloc reichsmark

Un bloc monétaire se forma à la suite de l'effondrement de l'étalon de change-or, centré autour de l'Allemagne. Il correspondait aux nations ayant mis en place un contrôle des changes stricts pour maintenir les parités-or de leurs monnaies. Si celles-ci conservèrent leurs références à l'or d'avant-crise, leur inconvertibilité les excluait de l'étalon de change-or. Ce bloc monétaire semble cependant moins défini que les blocs sterling et or. Il tend à se confondre quelque peu avec le bloc commercial mis en place autour de l'Allemagne, souvent appelé bloc-reichsmark. En effet, en maintenant leurs anciennes parités-or et en limitant très fortement les mouvements financiers internationaux, ces pays finirent par connaître une importante déconnexion entre leurs taux de change nominaux et réels. Ainsi Foreman-Peck (1983) évalue qu'en 1934, les nations ayant mis en place des contrôles de change stricts, voyaient leurs monnaies surévaluées d'environ 60 % en moyenne. Pour continuer à échanger avec le reste du monde, elles développèrent donc en général des taux de change bilatéraux différents, à travers des accords de clearing notamment. Ces dispositions peuvent être considérées comme des accords commerciaux entre les nations les ayant passées, rendant la frontière entre mesures monétaires et commerciales floue. Ces pratiques sont considérées en général dans la littérature, comme structurant un bloc commercial, le bloc-reichsmark. Le bloc monétaire des pays ayant mis en place des contrôles de change stricts, n'est alors considéré que comme la somme de ces nations, sans véritable cadre formel. Le recours à cette stratégie monétaire permettait ainsi d'empêcher les sorties de capitaux massives qui menaçaient les parités-or, en particulier lors des crises financières qui touchèrent l'Europe au cours du printemps et de l'été 1931 (Ellis [1940], Nurkse [1944], cités par Mitchener et Wandschneider [2015]). Ces auteurs soulignent aussi la peur d'un retour de l'hyperinflation dans le cas d'un abandon des parités-or d'avant-crise. Leur maintien, au coût de la mise en place de contrôles des changes, permettait de conserver un ancrage nominal de la monnaie. L'exemple type d'une nation ayant adopté ces mesures selon ces considérations fut l'Allemagne. Ellis (1940) montre également que lorsque des pays comme l'Allemagne ou l'Autriche abandonnèrent l'étalon de change-or, certains de

leurs proches partenaires commerciaux furent incités à les suivre. Enfin, certains pays d'Amérique Latine eurent également recours à cette stratégie, face aux pressions sur leurs balances des paiements et les risques de défauts souverains qu'ils encouraient.

Exchange control	Sortie GS	Bloc monétaire
Allemagne	1931	1931 (1931)
Autriche	1931	1931 (1931)
Bulgarie	1931	1931 (1931)
Danemark	1931	1931 (1931)
Hongrie	1931	1931 (1931)
Italie	1936	1934 (1931)
Pologne	1936	1936
Roumanie	1932	1932
Tchécoslovaquie	1931	1931

Tableau 3.2 – Pays mettant en place un contrôle des changes.

D'après les données de B.Eichengreen et D.Irwin (1995) et J.Gowa et R.Hicks (2013) pour les résultats entre parenthèses.

La liste des pays appartenant à ce bloc peut être assez large. Eichengreen et Irwin (1995), dans une première étude sur l'influence des différents blocs monétaires et commerciaux sur le commerce international dans les années trente, présentent une première liste non exhaustive de ces membres. Nous y retrouvons l'Allemagne, l'Autriche, la Bulgarie, la Hongrie et la Tchécoslovaquie, qui quittèrent l'étalon de change-or par de telles mesures en 1931. Puis la Roumanie suivit en 1932. À partir de l'année 1934, l'Italie est également intégrée à ce bloc, de même que la Pologne en 1936. Jusqu'à cette date, l'Italie pouvait être comprise dans le bloc-or, car elle maintenait la convertibilité-or de sa monnaie, sans trop limiter les mouvements de capitaux et elle menait des politiques déflationnistes pour la défendre. Elle participa d'ailleurs à la déclaration des pays engagés sur l'or après l'abandon de ce régime par les États-Unis lors de la Conférence Mondiale de 1933 (Feinstein, Temin et Toniolo [2008]). Mais les sorties d'or qu'elle rencontrait étaient telles, que pour pouvoir maintenir la parité-or de la lire, le gouvernement dut se résoudre à augmenter ses contrôles de change. Les exportations d'or furent même interdites à la suite

de la campagne africaine de Mussolini, à partir de juillet 1935. Le basculement de l'Italie, du bloc-or à celui des contrôles de change, est ainsi daté en général à l'année 1934, année à partir de laquelle les contrôles de capitaux, sont considérés comme suffisants pour maintenir de manière « artificielle » la valeur de la lire. De même pour la Tchécoslovaquie, qui maintint la convertibilité-or de sa monnaie, et donc son adhérence à l'étalon de change-or, mais qui face aux pressions trop fortes sur sa monnaie, dut mettre en place des contrôles de plus en plus exigeants sur les mouvements de capitaux. Elle fut alors considérée comme appartenant au bloc centré autour de l'Allemagne à partir des années 1932-1933. Elle finit d'ailleurs par dévaluer la koruna en 1934. La Pologne appartenait elle aussi au bloc-or, et ce, jusqu'à la fin de ce bloc. Mais une fois celui-ci effondré, elle mit en place un système de contrôle des changes, la faisant basculer dans un autre bloc monétaire. Gowa et Hicks (2013) étudient également les différents blocs monétaires des années trente. En plus des nations précédemment citées, ils intègrent dans ce bloc monétaire les pays suivants, la Grèce, la Turquie et la Yougoslavie à partir de l'année 1931. Ils considèrent également que l'Italie et le Danemark participèrent à cet ensemble à partir de cette même année. Or s'il est vrai que ces pays commencèrent à prendre des mesures pour contrôler les mouvements de capitaux internationaux dès 1931, l'ampleur de ces mesures ne paraît pas suffisante pour les faire appartenir à ce bloc. De plus, dans le cas du Danemark, comme le précise Eichengreen (1992), ces contrôles ne durèrent que quelques mois et ne furent pas d'une grande efficacité. À la vue de l'importance du Royaume-Uni dans le commerce extérieur du Danemark, 60 % des exportations danoises étaient à destination de ce pays, ainsi que l'ancrage « officiel » du kroner sur la livre en mai 1933, il semble donc plus opportun de classer cette nation comme appartenant au bloc sterling, comme le font Eichengreen (1992) et Eichengreen et Irwin (1995). Mitchener et Wandschneider (2015) réalisent une étude sur l'influence des contrôles de change sur la reprise de l'activité au cours de la grande dépression. Pour cela ils listent toutes les nations ayant eu recours à une telle stratégie. Ils identifient également trois blocs monétaires. Parmi ceux-ci, un bloc de contrôle des changes. Les pays cités précédemment en font donc partie. Ils incorporent également les suivants, l'Argentine, la Bolivie, le Brésil, le Chili, la Colombie, l'Estonie, la Lettonie, le Nicaragua et l'Uruguay, à partir de 1931. Le Costa Rica, l'Équateur jusqu'en 1935 et le Japon à partir de 1932. Le Salvador en fait partie en 1933, mais seulement

d'août à octobre. La Chine en 1934, et Cuba pour un mois. Le Venezuela à partir de 1936 et l'Iran de février 1930 à octobre 1935. Parmi ces pays qui limitèrent la circulation des capitaux internationaux, notamment ceux d'Amérique Latine, certains peuvent être intégrés dans le bloc sterling, car ils ancrèrent également de manière plus ou moins rigide leurs taux de change avec la livre. Déterminer leur appartenance à l'un ou l'autre de ces blocs peut donc révéler une certaine partie d'arbitraire. Ainsi Feinstein, Temin et Toniolo (2008), considèrent les nations d'Amérique Latine comme appartenant presque à l'espace sterling. Le cas du Japon est également ambigu. Il interdit les exportations d'or à partir de décembre 1931, et laissa par la suite le yen se déprécier et flotter. Ainsi, il peut à la fois être classé parmi les pays exerçant un contrôle des changes, mais également parmi ceux laissant librement flotter leurs monnaies.

### I.1.3 Le bloc-or

Le troisième bloc monétaire qui émergea au cours de cette période fut celui du bloc-or. Il est souvent décrit comme un bloc résiduel, comprenant les nations ayant réussi à maintenir l'étalon de change-or après 1933, année de la dévaluation du dollar. Il se composait des nations suivantes, jusqu'à ce qu'elles abandonnent leurs parités-or d'avant-crise, l'Italie jusqu'en 1934, la Belgique en 1935, la France, les Pays-Bas, la Pologne et la Suisse jusqu'en 1936. Nous avons vu dans le chapitre précédent, les facteurs qui influencèrent la durée de maintien de l'étalon de change-or face à la grande dépression, ces pays peuvent donc être supposés, être ceux qui présentaient, les caractéristiques les plus favorables.

Contrairement au bloc de contrôle des changes, mais à l'instar du bloc sterling, le bloc-or eut une existence formelle. Il fut « officialisé » à la suite de la dépréciation américaine d'avril 1933. En effet, quelques jours après la déclaration de Roosevelt à la Conférence Économique Mondiale, les représentants de la France, de la Belgique, des Pays-Bas, de la Suisse, de l'Italie et de la Pologne<sup>1</sup>, s'accordèrent pour faire une déclaration commune, dans laquelle, ils rappelaient leur engagement à maintenir l'étalon-or, aux parités en cours.

---

1. Feinstein, Temin et Toniolo (2008) citent ces cinq pays. Eichengreen (1992) cite lui la Belgique, la France, les Pays-Bas, la Pologne, la Suisse et la Tchécoslovaquie comme ayant participé à cette déclaration commune.

Bloc or	Sortie GS / bloc-or
Belgique	1935 (1935)
France	1936 (1936)
Pays Bas	1936 (1936)
Pologne	1936 (1936)
Suisse	1936 (1936)
Italie	* (1934)
Tchécoslovaquie	*

Tableau 3.3 – Pays membres du bloc-or.

Les dates indiquent l'abandon de l'étalon or, donc du bloc-or. D'après les données de B.Eichengreen et D.Irwin (1995) et J.Gowa et R.Hicks (2013) pour les résultats entre parenthèses.

L'objectif était de maintenir face à la confusion monétaire qui régnait à ce moment, un environnement stable ancré sur l'or. La stabilité des marchés de changes internationaux était pour eux une des conditions de la reprise. Or celle-ci ne pouvait avoir lieu que grâce à l'or. Ces nations annoncèrent également leur volonté de coopérer pour venir en aide aux membres dont la monnaie serait menacée. Une réunion entre les dirigeants de leurs banques centrales respectives se tint alors le 8 juillet à Paris, au cours de laquelle ils réaffirmèrent leur volonté d'entraide dans la défense de leurs parités-or. Pour cela, ils proposèrent de mettre en commun leurs réserves en cas de menace d'une de leurs monnaies. Ces déclarations communes furent suffisantes pour calmer les attaques spéculatives que connaissaient la Hollande et la Suisse depuis quelques mois. Mais ces propositions ne se traduisirent pas par la suite en actes, comme les demandes d'assistance de la Belgique en 1935 l'illustrèrent. Les représentants de ces pays se rencontrèrent à nouveau en septembre 1934, à Genève. L'objectif de cette conférence était comme l'expliquent Feinstein, Temin et Toniolo (2008), de promouvoir les échanges commerciaux entre membres et de favoriser le tourisme, face à l'effondrement du commerce international en valeur et en volume, mais aussi la perte de compétitivité des nations encore sur l'or, face à celles ayant dévalué. Cette conférence fut suivie d'une autre, un mois plus tard, en octobre, où les mêmes thèmes furent repris. Là aussi, la hausse des transactions entre membres était recherchée. Une augmentation de 10 % des échanges intrabloc était visée pour le 30 juin 1935. Les trois auteurs soulignent le caractère inatteignable de cet objectif. Les représentants de la

Pologne ne furent pas invités à ces rencontres, officiellement car cette nation avait une structure d'activité trop différente de celles des autres membres, rendant l'application de ces mesures trop difficile pour elle. Les mêmes auteurs justifient plutôt ce choix par les grandes difficultés dans lesquelles se trouvait cette nation à ce moment, faisant craindre aux autres membres, des demandes d'assistance de sa part.

Ce bloc finit cependant par s'effondrer. Ses participants l'abandonnèrent l'un après l'autre, lorsque les politiques de déflation que le maintien de l'étalon de change-or exigeait, finissaient par être intenables. La première nation à le quitter fut la Tchécoslovaquie, si tant est que l'on considère qu'elle en fut membre. Sa sortie de ce régime peut être datée aux alentours de 1933, avec l'importance des contrôles de change qu'elle mit en place, rendant son adhésion à l'étalon de change-or inopérante. Sa sortie peut également être considérée en février 1934, à la suite de la dévaluation de sa monnaie. L'Italie abandonna également ce régime en 1934, par un recours excessif au contrôle des mouvements de capitaux internationaux. Les différents auteurs cités précédemment s'accordent en général sur cette date. La Belgique fut, elle, obligée de dévaluer le 30 mars 1935, quittant de ce fait le bloc-or. Cette mesure eut lieu après des demandes répétées d'assistance auprès de la France. Feinstein, Temin et Toniolo (2008) rapportent ainsi que dès septembre 1934, le gouvernement belge demanda à celui français une aide sous la forme de prêts et d'un relâchement des quotas sur les importations belges. Ces demandes furent reformulées en mars 1935, notamment après la décision anglaise de réduire ses importations d'aciers. Mais aucun soutien ne put être apporté par la France. La Belgique, après l'instauration d'un contrôle des changes, finit par dévaluer. Puis en septembre 1936, ce fut au tour de la France de devoir dévaluer, face à l'impossibilité de maintenir sa parité-or. Les Pays-Bas et la Suisse l'imitèrent alors, dévaluant leurs monnaies juste après, toujours en septembre 1936. L'Italie profita de l'occasion pour dévaluer la lire et relâcher en partie ses contrôles de change. La Tchécoslovaquie abaissa elle encore une fois la valeur externe de sa monnaie.

#### **I.1.4 Un bloc dollar ?**

Enfin, un quatrième ensemble monétaire peut être décrit. Il n'est pas en général considéré comme un bloc monétaire à part entière. Il semble cependant intéressant de présenter ce qui pourrait s'approcher d'un bloc dollar. L'expérience américaine au cours



de la grande dépression fut, comme nous l'avons déjà vu en partie, quelque peu particulière. Ses relations monétaires avec le reste du monde le furent aussi. Ce pays adhéra en effet à l'étalon de change-or jusqu'au 19 avril 1933, date à laquelle Roosevelt dévalua le dollar et le laissa flotter sur le marché des changes. Depuis que le Royaume-Uni avait quitté l'étalon de change-or, les pressions spéculatives s'étaient portées sur les États-Unis. Avec l'arrivée au pouvoir de Roosevelt le 3 mars 1933, la crainte d'une dévaluation se fit plus forte. Les agents liquidèrent donc leurs avoirs en dollars pour les transférer en or ou dans une monnaie appartenant encore à l'étalon de change-or. Au cours de la semaine finissant le 1er mars, donc deux jours avant l'investiture de Roosevelt, la Réserve Fédérale perdit selon les chiffres cités par Eichengreen (1992), 116 millions de dollars en or. À cette date, le ratio de couverture-or de la monnaie américaine venait de passer sous les 45 %, se rapprochant alors du ratio légal de 40 %. Ces tensions monétaires avaient été un des éléments déclencheurs d'une nouvelle crise bancaire dans ce pays, accentuant encore plus les craintes sur le système financier et monétaire des États-Unis. Les anticipations d'une dévaluation du dollar rendaient l'intervention de la banque centrale américaine comme prêteur en dernier ressort encore plus difficile. Le 6 mars, Roosevelt ferma alors les banques privées du pays, ce fut le « bank holyday ». Le 9 mars, les exportations d'or furent fortement limitées et les citoyens appelés à rapporter leurs pièces d'or, lingots et certificats d'or. Lorsque les banques ouvrirent à nouveau, elles furent toujours limitées dans leur possibilité de s'engager dans des opérations en devises étrangères. Ces mesures devaient être temporaires, le temps que la panique passe. Ce qu'elles permirent. En effet, entre le 11 mars et 19 avril, la banque centrale vit ses réserves d'or augmenter de plus de 700 millions de dollars. Ces mesures permirent donc de freiner la spéculation et de ramener une certaine sérénité. Mais il faut noter qu'au cours de cette période, la balance des paiements américaine demeura fondamentalement forte, et que le cours du dollar ne s'écarta jamais des points de sortie d'or face aux autres monnaies encore sur l'étalon de change-or. Les anticipations d'une dévaluation du dollar s'étaient renforcées avant l'arrivée au pouvoir du nouveau président par l'incertitude qui régnait quant à ses intentions sur le dollar. Les mesures prises, ainsi que les déclarations des nouveaux membres du gouvernement, notamment la première de Roosevelt en tant que président le 8 mars, rappelant la solidité de l'ancrage du dollar au sein de l'étalon-or, permirent de ramener une

certaine confiance dans la monnaie américaine. Mais à partir de la mi-avril, la situation se détériora à nouveau rapidement, et le dollar chuta sous les points de sortie d'or face au franc et au florin hollandais. D'importants volumes d'or furent vendus pour rétablir la parité-or du dollar, mais sans succès. Ce retournement de tendance est attribué à celui des anticipations quant à une probable modification de la politique monétaire américaine en faveur d'une dévaluation. En effet, Eichengreen (1992) explique que si à la mi-mars, Roosevelt était encore indécis sur la nécessité d'une dévaluation du dollar, il fut par la suite convaincu que pour sortir de la dépression, un retour des prix au niveau d'avant-crise était nécessaire. Une politique visant une augmentation générale des prix devait alors être menée, rendant une dépréciation du dollar inévitable. À partir de la mi-avril, le marché eut vent de ces intentions. L'or se mit alors à nouveau à quitter le pays, faisant passer le dollar sous les points de sortie d'or, rendant le maintien de la convertibilité-or difficile. Alors, dans la soirée du 18 avril, l'amendement Thomas fut passé. Il permettait au président d'émettre du papier-monnaie, c'est-à-dire une monnaie émise hors du Système de Réserve Fédérale et non garantie par du métal, il pouvait aussi fixer la valeur de l'argent en termes d'or, signifiant un retour de la monétisation de ce métal, et enfin, fixer le poids de l'or par une simple déclaration. À la suite de cet amendement, un embargo total sur les sorties d'or fut déclaré, faisant encore plus chuter le taux de change du dollar. L'abandon de l'étalon-or par les États-Unis et le flottement du dollar étaient alors effectifs le 19 avril 1933. Entre les 15 et 22 avril, la livre passa de 3,44 dollars à 3,81, soit une dépréciation de plus de 10 %. Début mai, elle atteignait même 4 dollars. La dévaluation du dollar se produisit en pleine préparation de la Conférence Économique Mondiale, dont l'objectif était de trouver une réponse coordonnée au niveau international à la grande dépression. Cela passait par un retour de la stabilité des différents taux de change, une reprise du commerce international, le règlement des problèmes d'endettement public et la stimulation d'une reprise économique. Cependant, l'abandon par le dollar de sa parité-or historique, ainsi que le discours de Roosevelt du 3 juillet au cours de la conférence, discours affirmant la volonté américaine de ne pas stabiliser sa monnaie, firent échouer toutes tentatives d'accords selon Kindleberger (1976). Eichengreen (1992) nuance quelque peu ces propos, qui, tout en soulignant l'influence des décisions américaines sur cet échec de la coopération internationale, met également en avant les différentes conceptions des Anglais, Français et

Américains, sur les origines et donc, les solutions à apporter à la crise que connaissaient ces pays. Ainsi, tout comme dans son discours d'investiture, Roosevelt engageait les États-Unis dans une stratégie nationale de sortie de crise, dans laquelle, les objectifs internes prévalaient sur ceux externes. Les Américains n'encouragèrent donc pas d'autres pays à lier leurs monnaies à la leur, ou à détenir une partie de leurs réserves à New York comme le précisent Eichengreen et Irwin (1995). Les fortes fluctuations du dollar jusqu'en 1934 par rapport aux autres monnaies européennes, n'encourageaient pas par ailleurs à une telle stratégie. Quelques pays s'ancrèrent cependant sur la devise américaine. Les deux auteurs précédents évoquent un bloc dollar, comprenant les États-Unis, les Philippines, Cuba, et les nations d'Amérique Centrale. L'Argentine et le Canada suivirent également mais à distance, les variations de cette monnaie. Ces deux derniers États suivant aussi comme nous l'avons vu, celles de la livre. Ainsi, si un bloc monétaire centré sur le dollar exista, la moindre importance des nations qui le constituèrent, ainsi que l'attitude américaine privilégiant l'équilibre interne, peuvent amener à douter de la pertinence de cet ensemble. La littérature se concentre alors uniquement sur les trois précédents blocs.

Au total, la dislocation de l'étalon de change-or laissa place à l'émergence de blocs monétaires. Trois principaux, le bloc sterling, le bloc-or et celui des monnaies à contrôle des changes. Les deux premiers faisaient apparaître une volonté de créer, de maintenir plutôt, pour le second, un espace monétaire stable. Des accords, déclarations, leurs donnèrent une existence formelle, même si ceux-ci ne se traduisirent pas concrètement pour le bloc-or. Le troisième bloc peut être considéré comme un ensemble de pays ayant répondu de manière identique à l'insoutenabilité de leurs parités-or. L'existence plus formelle d'un tel bloc peut être plus perceptible sous l'angle commercial, à travers les différents accords favorisant les échanges internationaux passés entre ses membres. Certaines de ces ententes s'appuyant sur des mesures monétaires, il est alors plus difficile de distinguer celles relevant du domaine purement monétaire de celles commerciales. Enfin, un quatrième bloc monétaire a été présenté, centré autour du dollar. Mais la faiblesse de ses participants, ainsi que l'attitude quelque peu isolationniste des États-Unis, limitent la portée de son étude. Les blocs monétaires qui émergèrent au cours des années trente peuvent donc être limités aux trois premiers. Enfin, précisons qu'un certain nombre de pays n'appartinrent à aucun de ces blocs. Ceux-ci laissèrent leurs monnaies se déprécier sur le marché des

changes, sans chercher à les ancrer sur une des quatre devises clés. Eichengreen et Irwin (2010) considèrent certains pays comme n'appartenant plus à l'étalon de change-or, car ayant dévalué leurs monnaies, sans pour autant appartenir à l'un des blocs monétaires précédents. Ce furent à partir de 1929 (année de la dévaluation), le Canada, le Brésil, l'Espagne et l'Uruguay, de 1930, le Pérou et la Turquie, de 1931, la Colombie et le Mexique, de 1932, le Chili et la Grèce, et de 1936, l'Indonésie. Cuba, les États-Unis et les Philippines sont également intégrés dans cet ensemble en 1933 par les deux auteurs. Comme nous venons de le voir, ces trois nations appartenirent à un semblant de bloc dollar. Si comme Eichengreen et Irwin, nous ne prenons pas en compte son existence, alors il est juste de les considérer dans cet ensemble. À ces blocs monétaires, s'ajoutèrent aussi différents accords commerciaux entre ces nations. Certaines de ces ententes suivirent alors les découpages monétaires, d'autres non.

## 1.2 Les blocs commerciaux

Au cours de la Grande Guerre, les nations belligérantes avaient augmenté leurs entraves et contrôles sur le commerce extérieur, dans le but de soutenir leurs balances des paiements fortement déficitaires et d'économiser leurs ressources devenues rares avec l'important effort de guerre qu'elles avaient dû fournir. Ces mesures avaient mis un frein à l'élan internationaliste que connaissait le monde depuis la seconde moitié du XIXe siècle. Précisons tout de même que dès la fin de ce siècle, de premières tensions apparaissaient sur cette première mondialisation, avec dans certains pays une hausse des taxes sur les importations (Bairoch [1993, 1997], O'Rourke et Williamson [1999], parmi d'autres). Dès la guerre terminée, une volonté de retrouver l'ancien ordre commercial se précisa. Wilson, dans son programme en 14 points, appelait déjà dans le troisième, au « retrait autant que possible, de toutes les barrières économiques, et l'établissement d'une égalité des conditions de commerce parmi toutes les nations désirant la paix et s'associant pour la maintenir ». Cependant, malgré ces intentions affichées, les progrès en vue d'un retour à l'ordre d'avant-guerre furent lents et irréguliers comme le note Irwin (1993). En effet, si la plupart des contrôles de guerre furent démantelés au cours de cette décennie, d'autres barrières, essentiellement les tarifs, augmentèrent et prirent leurs places. Le Royaume-Uni par exemple, ne rétablit pas le libre-échange total qu'il pratiquait avant-guerre et remplaça

les mesures mises en place au cours de la guerre par le Safeguarding of Industries Act en 1921. Les États-Unis, eux, augmentèrent leurs taxes sur les importations en 1922 avec le Fordney-McCumber tariff. Les pays européens adoptèrent alors des stratégies similaires au cours de cette période. Ainsi en 1927, le niveau d'imposition des échanges de biens manufacturés par exemple, était toujours supérieur à celui d'avant-guerre. Cette même année, la Ligue des Nations organisa une Conférence Economique Internationale à Genève dont l'objectif était de stabiliser, puis de réduire les entraves au commerce international, que ce soit de manière unilatérale, bilatérale, ou collective. La restauration de la clause de la nation la plus favorisée était également souhaitée. Alors à partir de la fin de cette décennie, un mouvement vers une diminution de ces entraves commença à apparaître, toujours selon Irwin (1993). Ainsi, la France rétablit cette clause de nation la plus favorisée lorsqu'elle signa un accord commercial avec l'Allemagne en 1927. En un an, le nombre de pays liés par des accords commerciaux passa de 30 à 42. Cette nouvelle tendance prit cependant rapidement fin. Dès l'été 1929, l'Allemagne, la France, l'Italie et d'autres plus tard dans l'année, relevèrent leurs tarifs face à la forte chute du cours des produits agricoles. Puis les États-Unis adoptèrent le Smoot-Hawley tariff en juin 1930, correspondant à une augmentation moyenne des taxes sur les importations déjà soumises à un tarif, de 20 %. De nombreuses nations européennes y répondirent en augmentant également les leurs. Mais selon Eichengreen et Irwin (2010), l'élément déclencheur de la forte hausse des mesures protectionnistes au cours de la grande dépression, fut les paniques financières qui touchèrent l'Europe au cours de l'été 1931 et les sorties de l'étalon de change-or qu'elles entraînèrent. L'Autriche, l'Allemagne, la Hongrie, bientôt suivies par d'autres, mirent en place des systèmes de contrôle des changes. Puis, à partir de septembre, ce fut au tour du Royaume-Uni, lui aussi suivi d'autres nations, d'abandonner ce régime. La plupart des pays alors, dans l'objectif de protéger leurs balances des paiements en limitant leurs importations, mirent en place des politiques protectionnistes. De plus, face aux dévaluations de leurs partenaires, ceux encore sur l'or tendirent encore plus à renforcer leurs barrières aux échanges afin de bloquer les importations « bon marché ».

La grande dépression entraîna ainsi une hausse généralisée des mesures protectionnistes. Elles ne furent cependant pas utilisées avec la même ampleur par toutes les nations, et lorsqu'elles étaient mises en place, elles ne touchaient pas forcément tous les

partenaires économiques du pays initiateur avec une intensité égale. En effet, comme dans le cas des mesures de représailles des nations encore sur l'or contre celles ayant dévalué, certaines étaient alors discriminatoires et permettaient de favoriser certains partenaires. Ainsi, les politiques protectionnistes qui se développèrent fortement au cours de la grande dépression, permirent l'émergence de blocs commerciaux. Trois principaux sont en général distingués dans la littérature, un bloc centré autour du Royaume-Uni, le Commonwealth, un autre autour de l'Allemagne, le bloc-reichsmark, et celui autour de la France, le bloc-or. D'autres accords commerciaux existèrent, mais par la moindre importance de leurs participants, ou leur courte durée de vie, ils ne sont en général pas considérés comme des blocs. Enfin, les États-Unis menèrent également une politique commerciale préférentielle avec certaines nations, mais là aussi, ces accords passés ne suffirent pas à les considérer comme un bloc.

### I.2.1 Le Commonwealth

L'année 1931 marqua une profonde rupture dans la politique du Royaume-Uni. Après avoir abandonné l'étalon-or et sa parité historique, il renonça également à sa politique de libre-échange. En effet, en novembre de cette année, l'Abnormal Importation Duties Act fut voté. Il permettait aux autorités d'imposer de manière discrétionnaire, des taxes supplémentaires sur certaines importations. Un ensemble de 23 types de produits pouvaient alors être taxés jusqu'à 50 % (Boyce, 2010). En février 1932, cette mesure fut étendue par le parlement anglais avec l'Import Duties Act, qui imposait une taxe de 10 % sur toutes les importations anglaises. Des quotas étaient également mis en place pour certains produits. Des exceptions étaient cependant accordées aux importations en provenance de l'Empire. Eichengreen (1990a) souligne que l'abandon par le Royaume-Uni de sa politique de libre-échange, répondait à la fois à une volonté politique comme l'a montré Capie (1978), le parti conservateur étant depuis longtemps favorable à de telles mesures, et notamment à un recentrage du pays sur son empire. Son arrivée au pouvoir après la dissolution du parlement le 7 octobre 1931, lui en donna alors les moyens. Mais cette politique protectionniste répondait également au besoin de soutenir la balance des paiements anglaise. En effet, si la dévaluation britannique de septembre supprimait les pressions sur la livre, les parlementaires craignaient que le flottement de la monnaie ne soit

source d'une spirale inflationniste, conduisant à une augmentation des prix, des salaires, donc du chômage, et que le sterling se dépréciât encore plus. Le recours à des taxes et quotas sur les importations devait alors permettre de renforcer la balance commerciale et éloigner les risques d'une chute accrue de la monnaie. Puis au cours de l'été 1932, lors de la Conférence Economique Impériale qui se tint à Ottawa, le Royaume-Uni négocia un ensemble d'accords bilatéraux avec les dominions. En échange de concessions de leurs parts pour favoriser les exportations anglaises vers ces pays, le Royaume-Uni leur concédait des avantages pour leur favoriser l'accès au marché anglais. Stewart (1937) résume les principales mesures prises par ce pays. Les importations en provenance des dominions qui n'étaient pas taxées le resteraient, celles des principaux pays concurrents seraient, elles, rehaussées et leurs quotas durcis. L'objectif de ces mesures était alors selon James (2001), de favoriser, d'approfondir, les liens du Royaume-Uni avec son empire. Asselain (1995) parle de repli impérial pour évoquer la stratégie anglaise en faveur du Commonwealth. Pour Boyce (2010), l'abandon de l'étalon-or et de sa politique de libre-échange par ce pays en 1931, actèrent alors définitivement la fin de la suprématie anglaise sur l'économie mondiale. Ces accords commerciaux négociés au cours de la conférence d'Ottawa marquent alors l'émergence d'un bloc commercial centré autour du Royaume-Uni. La littérature parle de bloc Commonwealth, ou d'Imperial Preference System. Ses membres étaient le Royaume-Uni, l'Irlande, le Canada, l'Inde, l'Australie, la Nouvelle-Zélande, l'Afrique du Sud, plus les autres membres du Commonwealth, comme le Ceylan, Burma, *etc.*. Cependant, dès le vote de l'Import Duties Act de 1932, et encore plus après les accords d'Ottawa, certaines nations, en particulier l'Argentine, le Danemark, la Norvège et la Suède selon Stewart (1937), dont le principal débouché des exportations était le Royaume-Uni, tentèrent de négocier des traités commerciaux avec leur principal partenaire. Des accords furent alors signés avec ces quatre États en avril et mai 1933. L'accord avec l'Argentine, en plus de concessions commerciales entre ces deux pays, portait aussi sur des aspects financiers. Un prêt à long terme fut accordé à l'Argentine afin de lui permettre de liquider sa dette à court terme envers les citoyens anglais, dette qu'elle avait gelée depuis octobre 1931 lorsqu'elle avait dû recourir à un contrôle des changes. Ces quatre nations ne sont cependant pas toujours incluses par la littérature dans le bloc commercial centré autour du Royaume-Uni.

	Commonwealth
Afrique du Sud	1932
Australie	1932
Égypte	*
Inde	1932
Nouvelle Zélande	1932
Royaume-Uni	1932
Irlande	1932
Canada	1932

Tableau 3.4 – Pays membres du Commonwealth.

### I.2.2 Le bloc commercial allemand

Un autre bloc commercial qui émergea au cours des années trente, fut celui centré autour de l'Allemagne. Nous avons vu que face à la grande dépression, et en particulier la crise financière de l'été 1931, ce pays avait répondu par le recours au contrôle des changes, comme d'autres nations. L'objectif de ces mesures était comme l'ont montré Mitchener et Wandschneider (2015), de freiner les sorties de capitaux qui menaçaient son taux de change officiel. Puis une fois cette menace passée, ces deux auteurs montrent que ces contrôles furent maintenus et étendus par des accords commerciaux bilatéraux de clearing, afin de compenser les déséquilibres de prix et de changes réels qu'ils avaient provoqués. En effet, Foreman-Peck (1983) évalue qu'en 1934, les taux de change des pays ayant mis en place un système de contrôle des changes, voyaient leurs monnaies surévaluées de 60 % en moyenne. Ces contrôles étaient alors utilisés à des fins commerciales, comme substitut à des mesures protectionnistes comme les tarifs ou quotas. Avec l'arrivée au pouvoir du parti nazi, ils furent également utilisés dans le but de sécuriser les importations critiques allemandes, en prévision notamment d'une guerre, et limiter ainsi les conséquences qu'un blocus naval pourrait provoquer comme lors du premier conflit mondial. Ainsi, différents accords commerciaux bilatéraux furent conclus avec des partenaires économiques de l'Allemagne. Neal (1979) évalue qu'à leur maximum, ces accords concer-



naient 25 nations et couvraient la moitié du commerce international allemand. Feinstein, Temin et Toniolo (2008), décrivent les différentes formes qu'ils pouvaient revêtir. Dans un premier temps, l'Allemagne utilisa un système de compensation « privé », dans lequel des agences équilibraient les importations et exportations privées. Les fonds détenus par les étrangers étaient gelés, mais ces marks « bloqués » pouvaient être utilisés, avec une décote, pour acheter des exportations allemandes. Avec ce système, les exportateurs obtenaient des prix plus élevés en monnaie nationale. Les importateurs étrangers, en achetant ces marks moins chers que le cours officiel, s'approvisionnaient en biens allemands à un coût moindre en devise étrangère. Une autre forme d'accord fut aussi mise en place, le système de clearing bilatéral. L'objectif était dans ce cas d'équilibrer les crédits et débits au niveau national. La Reichsbank conduisait alors ces opérations. Les importateurs allemands déposaient leurs marks sur le compte du pays partenaire à la Reichsbank, où ils étaient conservés jusqu'à ce qu'ils servent à payer un exportateur allemand vers le même pays. Dans le cas où le compte était insuffisamment approvisionné (les importations allemandes depuis le pays partenaire étant inférieures aux exportations allemandes vers ce même pays), l'exportateur devait attendre que les importations augmentent pour être payé. Inversement, si le compte présentait trop de fonds, les importateurs devaient attendre que les exportations augmentent. La banque centrale du pays partenaire détenait le même type de compte pour ses opérations avec l'Allemagne. Ce premier type d'accord fut conclu avec la Hongrie, puis suivirent ceux avec l'Estonie, la Lettonie, la Bulgarie, la Grèce, la Yougoslavie, la Roumanie, la Tchécoslovaquie et la Turquie. L'objectif de ces mesures était alors de favoriser les échanges avec ces pays. Enfin, une troisième forme d'arrangements fut ceux conclus avec les pays d'Europe de l'Ouest, notamment la France, la Belgique, les Pays-Bas, la Suisse, l'Italie, les pays scandinaves, l'Espagne et le Portugal. L'Allemagne réalisait en général des excédents dans ses échanges avec ces nations. Les systèmes mis en place étaient plutôt des accords de clearing partiels. Les échanges principaux étaient réglementés par des quotas, et lorsque ceux-ci étaient dépassés, des échanges supplémentaires pouvaient être réalisés, mais dans le cadre du même type de compensation que ceux vus précédemment. À partir de 1934, certaines de ces pratiques furent cependant modifiées dans le cadre du Nouveau Plan de Schacht, alors gouverneur de la Reichsbank. Le système de compensation privé fut remplacé par l'Auslander Son-

derkonten für Inlandszahlung (ASKI) procédure. Les opérations de compensation étaient alors réalisées par les banques, et les importations privées, contrôlées et limitées à celles jugées nécessaires. Les systèmes de compensation avec le Royaume-Uni, la Belgique, le Luxembourg, le Canada, la France, et la Nouvelle-Zélande, furent également modifiés. Les importations en provenance de ces pays étant limitées à une certaine fraction des exportations vers ceux-ci. Le Nouveau Plan correspondit alors à un durcissement des conditions d'échanges avec l'Allemagne.

	RM Block
Allemagne	1932
Autriche	1932
Bulgarie	1932
Hongrie	1932
Roumanie	1933
Tchécoslovaquie	1932
Grèce	1932

Tableau 3.5 – Pays membres du bloc reichsmark.

Les accords commerciaux les plus importants, même s'ils ne représentaient pas forcément les volumes les plus conséquents, furent ceux établis avec les pays d'Europe de l'Est et du Sud-Est. L'Allemagne était cependant déficitaire avec ces nations, notamment car elle payait ses importations en provenance de cette zone, 20 à 40 % plus cher que les prix de marché, selon Feinstein, Temin et Toniolo. Bien qu'elle possédait un important pouvoir de marché sur ces pays, étant le principal acquéreur de leurs exportations, cette stratégie avait pour but de réorienter ses importations vers les petites nations adjacentes à ses frontières, constituant une source d'approvisionnement sûre et limitant sa dépendance envers l'extérieur. Le bloc que l'Allemagne forma avec ces nations est souvent considéré comme un bloc commercial allemand, parfois également appelé bloc-reichsmark. Cependant, comme nous venons de le voir, l'Allemagne conclut de nombreux accords différents avec beaucoup de pays. De plus, dans le cas d'un contrôle des changes, il est difficile de distinguer entre accords purement monétaires et accords commerciaux. Ainsi, déterminer

les membres d'un bloc commercial allemand peut être difficile, il faudrait différencier les simples accords permettant de maintenir des échanges existants, de ceux au contraire, réalisés dans une démarche d'approfondissement de ces liens. Eichengreen et Irwin (1995) considèrent alors les membres du bloc commercial allemand comme étant l'Allemagne, l'Autriche, la Hongrie, la Pologne, la Yougoslavie, la Grèce et la Turquie. Ils n'intègrent cependant la Pologne à ce bloc, qu'à partir de 1936, celle-ci étant jusqu'alors, membre du bloc-or. Or ce pays mit en place ce type de contrôle avant 1936 et était un allié de la France. Il peut donc être à la fois difficile de la placer dans le bloc-or et dans le bloc commercial allemand. De plus, les auteurs proposent une classification uniquement pour les nations dont ils disposent de données suffisantes. Elle ne se veut donc pas exhaustive. Gowa et Hicks (2013) proposent eux d'intégrer dans ce bloc, l'Allemagne, l'Autriche, la Bulgarie, la Tchécoslovaquie, la Grèce, la Hongrie et la Roumanie. Ils datent l'existence de ce bloc à partir de l'année 1932. Mais certains pays d'Amérique Latine, comme le Brésil, avec lesquels l'Allemagne tenta d'approfondir ses échanges, pourraient également être intégrés dans cet ensemble. Nous n'avons pas trouvé suffisamment d'informations sur les pays hors d'Europe pour pouvoir déterminer leur appartenance à ce bloc. Nous nous concentrerons donc sur les pays européens.

### **I.2.3 Le bloc-or, un effort commercial limité**

Le bloc-or, lui, ne peut pas vraiment être considéré comme un bloc commercial. Bien que comme nous l'avons vu avec Eichengreen et Irwin (2010), ce furent ses membres qui recoururent le plus au protectionnisme au cours de la grande dépression. Les barrières aux échanges qu'ils mirent alors en place, sous forme de hausses des taxes sur les importations, de contingentements et de quotas, se voulaient discriminatoires. Elles visaient en général les pays ayant dévalué, comme mesure de représailles, les fameuses politiques « *beggary-neighbour* » des années trente. Par exemple, lorsque le Royaume-Uni déprécia la livre en septembre 1931, la France imposa à l'encontre de cette nation une hausse des droits de douane de 15 %. Les Pays-Bas abandonnèrent eux leur politique de libre-échange, et chargèrent les pays ayant dévalué d'une taxe de 25 %. Mais les quotas et les contingentements mis en place par les pays du bloc-or n'étaient pas toujours des mesures de rétorsion. Ils visaient aussi à soutenir l'équilibre extérieur pour préserver les parités-or, ainsi que celui

intérieur, en soutenant la demande nationale. De nombreux secteurs étaient touchés par ces mesures, selon leurs importances stratégiques, propres à chaque nation. Les échanges entre membres de ce bloc étaient donc également frappés par de telles mesures. La France limitait par exemple fortement ses importations de cuirs, peaux ou verres, dont elle souffrait de la concurrence. Or la Belgique était exportatrice de ces produits. Des quotas très stricts de la part de la France s'appliquaient donc à son égard. De même, les importations françaises de produits agricoles étaient très contrôlées, afin de protéger cet important secteur pour son économie, et cela, quel que soit le pays exportateur. Ainsi, si les nations ayant abandonné l'étalon de change-or, donc celles hors du bloc-or, se voyaient imposer en représailles des taxes ou quotas supplémentaires, les membres du bloc-or n'étaient pas pour autant si avantagés dans leurs échanges entre eux, car ceux-ci étaient tout de même soumis à d'importantes entraves. De plus, comme le soulignent Feinstein, Temin et Toniolo (2008), la surévaluation des taux de change des pays encore sur l'or, rendait leurs exportations peu compétitives, même entre membres. Cependant, face à la dégradation de leurs soldes extérieurs, ces nations tentèrent d'améliorer leurs échanges entre elles et se réunirent à Genève en septembre 1934, puis à Bruxelles en octobre de la même année. Ils s'engagèrent alors à augmenter leurs volumes d'échanges de 10 % au 30 juin 1935, sur la base d'accords bilatéraux. Mouré (1998) décrit les tentatives de négociation de la France avec ses différents partenaires pour atteindre cet objectif. Il montre que celle-ci était peu encline à des concessions, et que la Belgique et les Pays-Bas ne croyaient pas trop à de possibles résultats. La France conclut un accord avec la Belgique, dans lequel elle s'engageait à relever tous ses quotas à son encontre de 2 %. Elle les releva aussi pour l'Italie, mais seulement sur quelques produits industriels, tout en ayant conscience que l'objectif d'une hausse des volumes d'échanges de 10 % ne pourrait être atteint. Mais une augmentation générale des quotas pour l'Italie, mais aussi les Pays-Bas et la Pologne, n'était pas envisageable comme dans le cas de la Belgique, car les exportations de ces pays vers la France concernaient essentiellement des produits agricoles, secteur que la France souhaitait protéger à tout prix. L'objectif des 10 % au 30 juin 1935 ne fut bien entendu pas atteint dans ces conditions. Ainsi, bien que les membres du bloc-or imposèrent des mesures protectionnistes supplémentaires aux nations ayant abandonné l'étalon de change-or, exerçant de ce fait une discrimination entre membres et non-membres de ce

bloc, et qu'ils tentèrent de favoriser les échanges entre eux par des baisses de protections, le peu de résultats de leurs engagements, laisse douter de la réalité du bloc-or en tant que bloc commercial. Cette hésitation peut également être renforcée par l'apparent manque de volonté de son membre central, de former un ensemble commercial réellement cohérent. En effet Mouré (1998), dans sa description des stratégies commerciales de la France, montre que les nations du bloc-or suggérèrent de lever la clause de la nation la plus favorisée envers les pays qui n'appartenaient pas à ce bloc. Mais la France s'y opposa, car elle entretenait de meilleures relations commerciales avec des pays ne faisant pas partie du bloc qu'avec ceux qui le composaient. Mouré conclue alors que la vision française de la coopération économique demeura nationaliste et protectionniste, dominée par les préoccupations de politique intérieure, qui prenaient le pas sur toute volonté de coopérer avec d'autres. Ainsi, au sujet du bloc-or, il considère qu'« en dehors de la coordination des banques centrales en juillet 1933, aucun effort ne fut jamais entrepris pour en faire un ensemble cohérent ».

Les États-Unis négocièrent aussi des accords commerciaux bilatéraux à partir de l'année 1934. Sous l'impulsion du secrétaire d'État Hull, l'initiative de mener des réductions des droits de douane, passa du Congrès à l'exécutif, grâce au Reciprocal Trade Agreement Act. Cette loi donnait alors le pouvoir au président américain de négocier des accords commerciaux bilatéraux. Entre 1934 et 1937, 17 de ces conventions furent alors signées, principalement avec des pays du continent américain. Elles concernaient alors le Canada, le Guatemala, le Salvador, le Honduras, le Nicaragua, le Costa Rica, Cuba, Haïti, la Colombie et le Brésil. Mais des accords avec quelques pays d'Europe furent aussi conclus, notamment la France, la Belgique, le Luxembourg, les Pays-Bas, la Suède, la Finlande et la Suisse. Cette loi fut ensuite reconduite en 1937. Jusqu'en 1940, six ententes furent négociées. Cinq nouvelles avec l'Équateur, le Venezuela, le Royaume-Uni, la Tchécoslovaquie et la Turquie. Une sixième avec le Canada, fut un approfondissement de la précédente.

#### **I.2.4 D'autres accords commerciaux**

D'autres accords commerciaux particuliers furent établis entre différentes nations au cours de la grande dépression. Ils ne sont pas en général considérés comme des blocs

commerciaux, car ils ne concernèrent qu'un groupe restreint de nations et ne durèrent en général pas plus de deux, voire trois années. Parmi ceux-ci, nous pouvons citer les traités d'Oslo, d'Ouchy et les accords de Brocchi. Le traité d'Oslo fut passé en décembre 1930 entre les pays scandinaves et ceux du Benelux, c'est-à-dire la Belgique, les Pays-Bas, le Luxembourg, la Norvège, la Suède, et le Danemark. Les signataires s'engageaient alors en cas d'une hausse des droits de douane d'un membre, à en informer les autres au moins 15 jours avant et à recevoir leurs suggestions. Eichengreen et Irwin (1995) expliquent cette entente commerciale par le désir de ses membres de réduire leur dépendance envers l'Allemagne. Cependant cet accord devint rapidement inopérant, ses membres rejoignant deux blocs monétaires distincts, le bloc sterling et le bloc-or. La Belgique, le Luxembourg et les Pays-Bas adoptèrent alors une nouvelle convention en juin 1932, le traité d'Ouchy. Ces pays s'engageaient à réduire les taxes et quotas entre eux pour favoriser leurs échanges. Mais là aussi, cet accord ne dura pas, et fut abandonné à la suite de la Conférence Economique Internationale de 1933. L'Italie négocia elle aussi des accords commerciaux particuliers, notamment avec l'Autriche et la Hongrie au cours des accords Brocchi en 1931-32 et ceux de Rome en 1934.

## II Les facteurs de regroupement en blocs

Nous venons de voir que la première mondialisation ne résista pas à la grande dépression et que l'économie mondiale se fractionna en différents blocs monétaires et commerciaux. Nous allons maintenant essayer de comprendre pourquoi ces blocs se formèrent et pourquoi sous cette forme. Nous avons vu précédemment pour quelles raisons l'étalon de change-or avait été abandonné au cours de la crise des années trente. Cependant ces réponses ne nous ont pas permis de comprendre pourquoi l'effondrement de ce système monétaire, avait par la suite conduit à la formation de différents blocs, ainsi que la forme que ceux-ci prirent, c'est-à-dire pourquoi tels pays se réunirent ensemble. En effet, en quittant l'étalon de change-or, ces pays abandonnaient une forme d'union monétaire internationale. Mais en se regroupant sous forme de blocs, ils reformaient alors de nouveaux accords monétaires, sur une base plus restreinte. Ce sont donc à ces questions que nous allons tenter de répondre au cours de cette section.

Une large littérature existe sur la formation des unions monétaires, leur fonctionnement, et les risques auxquels elles sont exposées. Nous ne reverrons ici que les grandes lignes de cet ensemble de connaissances.

## II.1 La crédibilité des accords monétaires : différentes conceptions

### II.1.1 La théorie des zones monétaires optimales

Les avantages à former une union monétaire reposent sur deux principaux bénéfices. Le premier, mis en avant par Mundell (1961), correspond à la réduction des coûts de conversion et à l'élimination des perturbations des prix relatifs dus aux variations des taux de change nominaux. La baisse des coûts de transaction ainsi que la réduction de l'incertitude encouragent une plus grande intégration commerciale et financière, sources d'une augmentation de l'activité et de la consommation. Mundell (1961) souligne également qu'un bloc monétaire large réduit les risques de spéculation et donc, de volatilité des marchés des changes. En effet, plus le marché d'une monnaie sera large, plus le nombre de spéculateurs coordonnés pour l'affecter devra être important. Le second avantage qu'un participant à une union monétaire peut retirer, est le potentiel disciplinant des politiques qu'une telle union peut favoriser, notamment en matière de lutte contre l'inflation. En effet, comme l'ont montré Alesina et Barro (2002), si un pays ancre sa monnaie sur celle d'un autre présentant une plus grande crédibilité monétaire, ou si ce pays adhère à une union dont les autorités monétaires sont également plus crédibles, alors en s'engageant de la sorte, le pays peut rendre ses politiques plus vertueuses en les contraignant par cette adhésion. L'appartenance à un bloc ou union monétaire peut être un moyen de limiter l'incohérence temporelle des politiques monétaires (Barro et Gordon, [1983a]). Mais pour cela, l'engagement du pays doit être crédible, en particulier dans le cas d'un bloc monétaire, où les possibilités de sortie sont plus importantes que dans le cas d'une union monétaire avec disparition de la monnaie nationale. Comme nous l'avons vu dans la première partie, ce fut en partie la recherche de ces bénéfices qui expliquèrent la formation des blocs monétaires au XIX<sup>e</sup> siècle et notamment celui de l'étalon-or, puis de l'étalon de change-or au XX<sup>e</sup> siècle. Leurs objectifs étaient de favoriser les échanges internationaux, commerciaux et

financiers, grâce à la stabilité des taux de change que ce régime entraînait. Le rôle disciplinant de ces étalons pour les politiques monétaires et budgétaires était aussi recherché, comme Bordo et Rockoff (1996), Bordo et Kydland (1996), Bordo, Edelstein et Rockoff (1999), ou Obstfeld et Taylor (1998, 2003b), l'ont montré.

Les effets de la formation d'une union monétaire sur les échanges commerciaux entre ses membres, ont été par la suite étudiés par la suite, à travers des études empiriques s'appuyant sur des modèles gravitaires. Rose (2000) met ainsi en avant que ces accords monétaires augmenteraient ces échanges de 200 %. La robustesse de ces résultats a cependant été source de débats. Une des critiques porte notamment sur le biais de sélection des membres d'une union monétaire (Persson [2001], Tenreyro [2001], notamment). En effet, les participants à de tels accords monétaires ne le font pas sans raison. Ils présentent en général des caractéristiques communes, qui tendent en partie à expliquer l'existence de liens commerciaux plus forts entre eux. La présence de liens culturels ou historiques entre ces nations, comme le fait de parler la même langue, la proximité géographique, ou d'anciens liens coloniaux, en sont des exemples. Dans le cas d'une union monétaire prenant la forme de pays s'ancrant sur un autre, comme dans le cas des blocs monétaires des années trente, Barro et Tenreyro (2007) montrent que ce type d'accords monétaires est plus probable lorsque le « client » est plus petit et moins riche que le pays ancre. De nouvelles études ont alors tenté de mettre en avant l'impact de la formation d'une union monétaire sur les échanges de ses membres en prenant en compte cette critique. Glick et Rose (2002), parmi d'autres, en utilisant la première technique citée, ont alors montré qu'une union monétaire était responsable d'une hausse des échanges commerciaux entre ses membres de 100 %. Barro et Tenreyro trouvent eux, en contrôlant le biais de sélection grâce aux variables instrumentales, que dans le cas d'une union prenant la forme d'un ancrage d'un pays sur un autre, là aussi, ce type d'accords monétaires entraîne une forte hausse du commerce bilatéral entre ces nations, de l'ordre de 200 %. D'autres analyses, comme celles menées par Persson (2001) ou Tenreyro (2001), avec d'autres méthodes pour limiter les effets du biais de sélection, mettent également en avant une hausse des échanges, mais celle-ci est cependant d'une ampleur plus modeste, de l'ordre de 30 à 50 % selon les études. D'autres travaux portent sur un cas plus précis, celui des effets de la formation de la zone euro sur les échanges entre ses membres. Ainsi les gains prédits par la théorie



semblent être vérifiés empiriquement, même si leur ampleur est encore sujette à discussion. Les échanges financiers entre membres d'une union monétaires sont aussi accrus, comme là aussi la théorie le prédit. Les études empiriques sur cet aspect se concentrent essentiellement sur la zone euro<sup>2</sup>. Dans le cas de l'étalon-or et de l'étalon de change-or, nous avons vu avec Obstfeld et Taylor (1998, 2003a) et Bordo et Rockoff (1996) notamment, que cette organisation monétaire avait permis une augmentation de l'intégration financière. Cependant pour d'autres, comme Flandreau et Zumer (2004), cette hausse de l'intégration financière ne serait pas tant la conséquence d'arrangements monétaires, mais plutôt celle d'une amélioration des fondamentaux économiques des participants de l'union.

La participation à une union monétaire a cependant aussi des coûts. Le principal, mis en avant par Mundell (1961), est la perte d'autonomie monétaire. En abandonnant sa monnaie nationale au profit d'une commune, ou en l'ancrant sur celle d'un autre pays, une nation perd la capacité de mener une politique monétaire en fonction de sa situation domestique. Nous avons vu précédemment que ce fut justement une des causes de l'abandon de l'étalon de change-or face à la grande dépression. En effet, face à cette crise, les nations ne pouvaient recourir à la politique monétaire pour contrer la déflation qui sévissait, sans mettre en péril la fixité de leurs parités-or. Et comme nous l'avons vu avec Eichengreen et Sachs (1985) et d'autres, retrouver une indépendance monétaire en abandonnant l'étalon de change-or, pour mener par la suite des politiques monétaires expansionnistes, était une des conditions pour sortir de la crise. Ainsi la perte d'indépendance monétaire à laquelle une union monétaire conduit, peut avoir des coûts très élevés. Cependant ceux-ci peuvent être réduits, si les membres de l'union forment une zone monétaire optimale. Un des critères essentiels pour déterminer l'aire d'une union monétaire mis en avant par Mundell (1961), est la synchronisation des chocs. En effet, dans ses travaux, il étudie le cas de deux pays soumis à un choc de demande inverse. L'un voit sa demande diminuer au profit de l'autre. Pour répondre à ce choc, si les deux pays ont des monnaies différentes et donc la possibilité de mener des politiques monétaires distinctes, celui subissant une baisse de la demande peut dans ce cas laisser sa monnaie se déprécier, ce qui restaurera son équilibre extérieur et provoquera une hausse de la demande qui compensera le choc. L'activité re-

---

2. Pour une synthèse de ces travaux voir Lane (2006) par exemple.

trouvera alors son niveau d'équilibre, l'équilibre interne sera préservé. Inversement pour le pays connaissant le choc de demande positif, la détérioration relative de son change le ramènera vers les équilibres internes et externes. Mais si les deux nations participent à une même union monétaire, alors celle affectée par le choc négatif verra le chômage se développer, et l'autre, touchée par le choc positif, subira des pressions inflationnistes. Une politique monétaire commune sera ainsi incapable de résoudre à la fois les problèmes d'activité et donc d'emploi de l'une, et ceux d'inflation de l'autre. Ainsi, deux pays sujets à des chocs asymétriques ne devraient pas appartenir à une même zone monétaire. Inversement, ceux présentant des structures les rendant sensibles aux mêmes chocs, donc à des chocs symétriques, forment une zone monétaire optimale, car ils ne nécessitent pas de politiques monétaires distinctes, une politique commune permet de restaurer l'équilibre dans les deux pays.

Cependant, si cette condition n'est pas vérifiée entre les membres de l'union monétaire, d'autres critères peuvent se substituer à celle-ci, et faire de cette union une zone monétaire optimale. La mobilité du facteur travail peut alors être une alternative selon Mundell (1961) à la condition précédente en cas de choc asymétrique. Dans ce cas, les travailleurs ayant perdu leur emploi dans le pays frappé négativement, peuvent se déplacer vers celui atteint positivement. La mobilité du facteur travail permet de ne pas avoir besoin de recourir à la politique monétaire pour rétablir les équilibres (internes et externes) des deux nations. Ce critère a cependant été critiqué par des auteurs notamment Kenen (1969), arguant de son efficacité que sous certaines circonstances très spéciales. Dans le cadre de l'étalon-or, il pourrait cependant être intéressant d'étudier l'influence des politiques migratoires restrictives mises en place au cours de l'entre-deux-guerres par les pays hôtes (essentiellement les anciennes colonies de peuplement européen, comme les États-Unis, l'Australie, *etc.*). À la suite de ces politiques, les importants flux de populations, de l'Ancien Monde vers le Nouveau, qu'avait connu la seconde moitié du XIXe, se tarirent au XXe siècle.<sup>3</sup> Des auteurs comme James (2001) et surtout Williamson (1999) et O'Rourke et Williamson (1998), ont étudié les causes et les conséquences de l'arrêt de ces flux de population internationaux. Dans la continuité de leurs travaux, il pourrait alors être intéressant d'étudier si ce phénomène pourrait être une des causes de la moindre résilience

---

3. De premières limitations sur les entrées de migrants avaient déjà été menées à la fin du XIXe siècle, voir Williamson (1998, 2002), O'Rourke et Williamson (1999).

de l'étalon de change-or de l'entre-deux-guerres, par rapport à l'étalon-or classique. En effet, dans cette optique, l'importance des mouvements migratoires avant-guerre aurait pu être un des mécanismes faisant de l'étalon-or classique une zone monétaire optimale (si tant est qu'il en fut une). Leur arrêt après-guerre, en supprimant ce facteur, aurait éloigné l'étalon de change-or de cette propriété, rendant son coût plus élevé, et provoquant alors son abandon face à la grande dépression.

Une autre condition pouvant diminuer le coût de la perte d'autonomie de la politique monétaire, est la taille et le degré d'ouverture du pays. McKinnon (1963) montre en effet que pour les nations répondant à ces critères, une grande partie de la consommation et des biens intermédiaires sont importés et leurs prix sont fixés par le marché international. Ainsi, un petit pays n'a pas d'influence sur les prix mondiaux. Toute variation nominale de son taux de change se traduit alors par une variation opposée du niveau des prix internes, à travers le prix des importations. Ses interventions sur le marché des changes ne peuvent donc pas influencer son taux de change réel et donc, sa compétitivité. Ainsi, en cas de choc, les prix internes de ce pays sont amenés à varier. L'indépendance des politiques monétaires est donc source de faibles gains pour ce type de nation, rendant son abandon finalement peu coûteux.

Un autre critère d'une baisse du coût de participation à une union monétaire, est la diversification de l'activité. Il a été mis en avant par Kenen (1969). Son argument repose alors sur deux idées. La première est que des pays aux structures économiques diversifiées formant une union monétaire sont moins enclins à être frappés par des chocs asymétriques, ou en subissent des conséquences moindres. En effet, en cas d'un tel choc, son impact sur l'économie d'un pays serait faible, car sa structure productive étant très diversifiée, chaque secteur ne représente qu'une faible part de son économie. Le second argument est que la diversité des exportations aide à stabiliser l'investissement et donc, nécessite de moindres ajustements en matière de prix et d'emploi en cas de choc, contrairement au cas d'une activité plus spécialisée. Mais pour que cet argument tienne, il faut qu'il existe une certaine mobilité du facteur travail intersectorielle. Ce critère d'optimalité d'une zone monétaire est cependant assez opposé à celui de McKinnon cité précédemment. En effet, les pays ayant une activité diversifiée sont en général aussi les plus développés et d'une taille suffisamment importante. Le critère précédent tient lui pour de petits pays ouverts. De

ce fait, ces deux facteurs d'optimalité ensemble, correspondent à un très grand nombre de pays.

Un autre critère d'optimalité d'une zone monétaire souligné par Mundell (1961) en cas de chocs asymétriques, est la flexibilité des prix et des salaires. En cas de choc asymétrique, la baisse des prix et des salaires dans le pays touché négativement, rétablit les équilibres internes et externes. La diminution de la flexibilité à la baisse des prix et notamment des salaires dans l'entre-deux-guerres, conséquence de la montée des revendications sociales à l'issue du premier conflit mondial, peut alors expliquer la moindre résistance du régime d'étalon de change-or par rapport à son prédécesseur. En effet, la plus grande résistance des prix et salaires à la baisse aurait alors rendu la zone monétaire qu'était l'étalon de change-or, « moins optimale » au regard du critère de Mundell, rendant le coût de l'abandon de l'indépendance monétaire plus élevé. La grande dépression, période au cours de laquelle les bénéfices d'une politique monétaire indépendante se faisaient les plus forts, provoqua alors la fin de ce régime.

Enfin, un dernier critère d'optimalité, mis en avant par Kenen (1969), est l'existence de transferts budgétaires en cas de chocs asymétriques. Si dans ce cas la politique monétaire est inefficace au sein de la zone, des transferts budgétaires du pays subissant un choc positif, vers celui touché par un négatif, doivent permettre de rétablir l'équilibre.

Ainsi, les coûts de la perte d'autonomie de la politique monétaire en cas de choc asymétrique peuvent être limités si certains mécanismes se substituent à elle, faisant de l'union monétaire une zone monétaire optimale.

Ces critères d'optimalité d'une zone monétaire ne sont cependant pas fixes. Ils sont endogènes. C'est-à-dire que l'entrée d'un pays dans une union monétaire va modifier ses caractéristiques relatives à l'optimalité de sa participation à cette union. Ainsi Krugman (1993) conjecture que l'intégration monétaire, en augmentant les échanges entre ses participants, accentue leur spécialisation, rendant alors leurs structures économiques plus différentes et donc plus sensibles à des chocs asymétriques. Mais Frankel et Rose (1998) en étudiant un ensemble de 21 pays industrialisés, trouvent qu'au contraire, la hausse des échanges entre eux se traduit par une plus grande synchronisation des chocs. Ces résultats se contredisent alors. Dans leur étude sur la zone euro, Giannone et Reichlin (2006) trouvent que la participation à cette union monétaire n'eut pas d'effets détectables

sur la synchronisation des chocs de ses membres. Dans le cas de l'entre-deux-guerres, Mathy et Meissner (2011) étudient la synchronisation des cycles d'activité. Ils montrent que le retour à l'or et l'augmentation des échanges internationaux au cours des années vingt, conduisirent à une augmentation de la synchronisation de l'activité. Mais avec la grande dépression et l'effondrement de ce système monétaire et du commerce international, cette caractéristique diminua fortement. Les cycles furent plus asymétriques. Et même après 1932, malgré la hausse des échanges, et la plus grande stabilité des changes à travers les blocs monétaires et commerciaux, la synchronisation de l'activité continua à décliner. Ils expliquent cela par la formation des différents blocs monétaires.

La participation à une union monétaire permet donc de fortement diminuer les coûts des échanges, d'augmenter l'intégration financière et commerciale et d'ancrer les politiques monétaires des nations souffrant d'incohérence temporelle. Ainsi, comme le montrent Alesina et Barro (2002) ou Barro et Tenreyro (2007), les pays qui ont le plus de probabilités de former une union monétaire, sont ceux partageant la même langue, étant géographiquement proches, et ayant d'anciens liens de colonisation. Dans le cas d'une recherche de gain de crédibilité monétaire, le pays ancrant sa monnaie sur celle d'un autre est en général plus petit en matière de population et de taille, avec un niveau de développement plus faible que le pays ancre. Mais la participation à une union monétaire est également source de coûts, dus à la perte d'indépendance de la politique monétaire. Ils sont cependant réduits si les membres de l'union présentent les caractéristiques d'une zone monétaire optimale. Caractéristiques qui peuvent évoluer avec l'entrée dans l'union. Ces justifications à la formation d'une union monétaire sont d'ordre économique. La monnaie est alors appréhendée uniquement par ces trois fonctions principales, celles d'unité de compte, de réserve de valeur et d'intermédiaire des échanges. En remplissant ces fonctions, elle permet donc de minimiser les coûts de transaction du secteur privé dans le but de faciliter les échanges. La théorie des zones monétaires optimales consiste alors à l'extension de cette conception au domaine géographique, spatial. Elle permet de déterminer l'aire optimale dans laquelle une certaine monnaie doit circuler pour minimiser les coûts de transaction, en fonction des coûts que l'utilisation d'une même monnaie entraîne, ici, la perte d'autonomie financière.

### II.1.2 La monnaie, expression d'un pouvoir politique

Il existe cependant d'autres conceptions de la monnaie. Si celles-ci considèrent que la monnaie remplit les trois fonctions précédentes, elles ne la limitent pas cependant, seulement à un moyen de réduction des coûts de transaction des agents privés. Goodhart (1998) défend une autre approche de la monnaie dans laquelle il analyse sa nature et son évolution, comme étant la résultante de l'expression du pouvoir politique. Pour ce courant, l'émergence de la monnaie, son utilisation et sa diffusion, ne sont pas le résultat d'une évolution privée, mais se fondent essentiellement sur le pouvoir de l'autorité émettrice. La monnaie acquiert ses différentes fonctions, car elle est frappée des insignes du pouvoir, ceux du souverain et plus tard, de l'État. En effet, dans le cas de l'émergence des premières monnaies, la théorie traditionnelle fait apparaître la monnaie comme un moyen de réduire les coûts de transaction par rapport au troc. La monnaie tire dans un premier temps sa valeur dans son utilisation de métaux précieux. Ceux-ci lui permettent alors de remplir ses trois fonctions (unité de compte, réserve de valeur et intermédiaire des échanges), et donc de faciliter les échanges en réduisant les coûts de transaction. Or, Goodhart montre que ce n'est pas l'utilisation d'un métal précieux qui va permettre à la monnaie de remplir ses fonctions et donc de faciliter les échanges. En effet, l'évaluation du poids, de la qualité d'un métal ou d'un alliage, est relativement difficile et entraîne ainsi des coûts importants. C'est donc la frappe de la monnaie, en donnant une garantie de valeur à la pièce, qui donne ses propriétés à la monnaie. Ainsi, comme l'explique Goodhart, aux souverains forts est associé une monnaie forte, et inversement pour ceux dont le pouvoir était moins affirmé et donc étaient plus tentés d'abuser du pouvoir de seigneurage. Olson (1996) montre le rôle du système dynastique, comme un moyen de réduire le problème d'incohérence temporelle de la monnaie. En effet, sans ce système, le souverain qui frappe la monnaie peut être tenté de réduire le poids de métaux précieux contenu dans une pièce à l'insu des utilisateurs, les conséquences de cet acte étant majoritairement supportées par un « quelconque » successeur. Or, en appartenant à une dynastie, celui-ci est moins tenté de le faire, car les conséquences se reporteront sinon sur les héritiers de sa « lignée ». Goodhart montre que la diffusion de la monnaie comme moyen d'échange fut ensuite favorisée par la fiscalité, le souverain exigeant de percevoir certaines taxes sous forme monétaire. Cette théorie permet d'expliquer le passage d'une monnaie métallique à celle

fiduciaire, le papier-monnaie étant couvert par la puissance publique et la possibilité de payer les taxes avec cette monnaie fiduciaire. S'il ne nie pas que le secteur privé ait pu dans certains cas développer un système monétaire sans la participation de l'État, il soutient que le plus souvent, la monnaie joua un rôle initial de moyen de paiement entre la société et le pouvoir, et cela, avant d'être utilisé comme moyen d'échange pour les transactions de marché. Ainsi, l'apparition de la monnaie, son utilisation et son évolution, sont directement liées à l'existence d'un pouvoir politique. Cette conception de la monnaie permet alors selon Goodhart, de mieux expliquer l'aire d'utilisation d'une monnaie donnée, que ne le fait la théorie des zones monétaires optimales. Selon cet auteur, la théorie des zones monétaires optimales, en définissant la zone géographique optimale d'une monnaie en fonction d'un arbitrage entre coûts et bénéfices du partage d'une même monnaie, mais sans prendre en compte le facteur politique, n'arrive pas à expliquer le très fort lien entre monnaie et État souverain. En effet, selon cette théorie, il ne devrait pas forcément y avoir de corrélation entre la zone d'utilisation d'une monnaie et les frontières politiques. Certaines études prennent pour postulat l'existence d'État avec des monnaies propres et étudient par la suite la formation d'union monétaire entre ces différentes nations. Mais en faisant cela, elles ignorent les facteurs qui font coïncider avec une très grande régularité l'existence d'un État souverain avec une monnaie. Au contraire, la définition de la monnaie comme intimement liée à l'existence d'un pouvoir souverain, permet de répondre à cette régularité. Selon la théorie de Goodhart, le gouvernement souverain d'un espace donné est alors censé maintenir une unique monnaie au sein des frontières de la zone qu'il administre. Ainsi, la monnaie est totalement associée à l'exercice d'un pouvoir et des fonctions fiscales qui y sont attachées, sur un espace donné, la nation en général.

### II.1.3 Les réponses de l'histoire

Des études historiques ont essayé de montrer les facteurs déterminants dans la crédibilité des accords monétaires passés. Parmi celles-ci, Cohen (1993), étudie six cas historiques d'unions monétaires entre États souverains, l'Union économique belgo-luxembourgeoise signée en 1921 pour 50 ans et reconduite deux fois pour 10 ans en 1972 et 1982, la zone franc CFA, l'Union monétaire des Caraïbes orientales, la Communauté d'Afrique de l'Est, l'Union latine, et l'Union monétaire scandinave. À travers ces cas, il tente alors de mettre

en évidence les facteurs clés qui rendirent durables ces unions monétaires. Parmi ces unions, deux se développèrent au XIXe siècle, l'Union latine et l'Union monétaire scandinave. Une troisième dans l'entre-deux guerres, l'Union économique belgo-luxembourgeoise. Les trois autres étaient constituées d'anciennes colonies des empires anglais et français, qui obtinrent leurs indépendances dans la seconde moitié du XXe siècle. Si ces pays formèrent alors des unions monétaires au cours de cette période, leur passé monétaire était déjà lié au temps de leur dépendance politique. Le Kenya, l'Ouganda et le Tanganyika par exemple, partageaient une monnaie commune dès 1919, le shilling d'Afrique de l'Est, administré sous la forme d'une caisse d'émission liée à la livre anglaise. En étudiant ces six formes d'unions monétaires, Cohen (1993) tente alors de mettre en avant les facteurs clés dans leur solidité. C'est-à-dire, les éléments déterminants qui permirent à un engagement de coopération monétaire interÉtat d'être crédible. Trois ensembles de facteurs sont alors étudiés. Ceux d'ordre économique, correspondant aux critères d'optimalité d'une zone monétaire, comme la flexibilité des prix et des salaires, la mobilité des facteurs de production, les échanges commerciaux, la nature et la source des chocs, *etc.* Un second ensemble correspond aux facteurs organisationnels, comme les dispositions légales sur l'émission de monnaie, les arrangements monétaires, c'est-à-dire le remplacement des monnaies nationales par une monnaie unique, l'existence d'une banque centrale commune, *etc.* Enfin, le troisième set de variables correspond au facteur politique. Il est limité par l'auteur aux relations politiques interétatiques, comme la présence ou l'absence d'une puissance locale dominante au sein de l'union, ou l'existence de liens institutionnels suffisamment denses pour assurer la pérennité de l'union dans le temps. De l'étude de ces six cas historiques, présentant différentes formes d'engagements en matière d'organisations, de mécanismes d'ajustement, ou de volonté politique, Cohen met en avant que l'ensemble des variables les plus pertinentes pour expliquer la crédibilité, et donc la durée de l'engagement monétaire de plusieurs États souverains, est celui des facteurs politiques. En effet, comme il le montre, pour les variables économiques, c'est-à-dire les différentes caractéristiques mises en avant par la littérature sur les zones monétaires optimales, les six situations décrites présentent des exemples contradictoires. Certains sont conformes à ce que prédit la théorie, d'autres non. Dans le cas du critère de flexibilité des prix par exemple, si l'auteur convient que les unions monétaires latine et scandinave pussent présenter une plus grande souplesse



au XIXe siècle par rapport à l'après-guerre mondiale, expliquant alors la chute de ces arrangements monétaires, il s'interroge par contre sur l'existence d'une différence dans la rapidité d'ajustement entre la zone franc CFA, l'Union monétaire des Caraïbes orientales, deux exemples d'unions crédibles par rapport à celle d'Afrique de l'Est, qui s'effondra très rapidement après sa mise en place. Il en est de même pour les critères des liens commerciaux, de l'ouverture des économies, ou de la nature des chocs. Chaque critère présente des cas d'unions « efficaces » et d'autres ayant échoué. Cependant, une limite que l'on peut objecter à cette conclusion, est que la théorie des zones monétaires optimales ne considère pas que chaque critère d'optimalité doit être présent pour que l'union le soit. Ces critères seraient plutôt substituables l'un à l'autre. Pour des économies présentant des chocs asymétriques, la flexibilité des prix et des salaires permet qu'un ajustement nominal s'opère au sein de la zone plutôt qu'il ne le soit par les quantités. Si ce mécanisme n'est pas présent entre les pays, d'autres permettent tout de même que l'union soit « optimale ». Ce manque d'uniformité des critères d'optimalité peut d'ailleurs être considéré comme une limite de cette théorie. En effet, chaque forme d'organisation monétaire présente des caractéristiques qui lui sont propres et qui peuvent être considérées comme affectant l'optimalité de la zone. La multiplication des critères d'optimalité tend à enlever une certaine cohérence à cette théorie, rendant chaque situation particulière, tendant ainsi à affaiblir le caractère « théorique » de cette approche.

Les facteurs organisationnels sont de même écartés par l'auteur. Là aussi, la diversité des situations et les diverses conclusions qu'elles apportent, empêchent de faire apparaître des critères univoques permettant d'expliquer la crédibilité ou non de ces arrangements monétaires. En effet, les différentes formes d'organisations de ces unions devraient influencer la solidité des engagements pris, en modifiant notamment les coûts d'un retrait de l'union. Le fait de partager une monnaie et une banque centrale communes augmente les coûts de sortie de l'union par exemple, rendant de ce fait l'engagement des participants plus crédible. Mais aucune tendance commune n'apparaît dans l'étude de ces situations historiques. Si l'échec de l'Union latine peut être expliqué en partie par la liberté d'émission monétaire que gardèrent ses participants, ce ne peut pas être le cas pour les unions scandinave ou belgo-luxembourgeoise, qui échouèrent alors sur d'autres écueils. Inversement, la Communauté d'Afrique de l'Est, dont les membres partageaient

la même monnaie et le même institut d'émission, s'effondra très rapidement malgré ces dispositions.

Ainsi, sans nier une certaine importance relative aux facteurs précédents, Cohen considère que les plus déterminants dans la solidité des unions monétaires sont ceux relatifs au caractère politique de ces unions. Deux variables sont alors prises en compte par l'auteur, la présence ou absence d'une puissance dominante, voulant et pouvant influencer le bon fonctionnement de l'union, et l'existence de liens ou ensembles d'engagements entre États permettant de compenser la perte d'autonomie monétaire. La première caractéristique correspond à la présence d'une puissance hégémonique locale pour maintenir l'union, alors que la seconde reflète plutôt l'existence d'une solidarité entre les différents membres pour atteindre le même objectif. La présence d'une de ces deux formes de liens politiques permettrait selon Cohen d'assurer la pérennité de l'engagement des États à coopérer sur le plan monétaire. Il montre ainsi dans le cas de l'Union économique belgo-luxembourgeoise, la plus durable des ententes de son échantillon d'étude, que ce fut la domination de la Belgique sur le Luxembourg, État jugé trop petit pour mener une politique indépendante de celle de son voisin, qui expliqua la solidité de cette entente. Il faut cependant ajouter à la puissance de la Belgique, sa volonté et sa capacité à être responsable de ce pouvoir et donc, la prise en compte lorsqu'elle déterminait sa politique monétaire, des intérêts du Luxembourg qui pouvaient différer des siens. Cette forme de domination se retrouve également dans la gestion de l'Union latine par la France. Ou plus tard, pour ce dernier, avec la zone franc CFA. Inversement, dans le cas de la Communauté d'Afrique de l'Est, l'auteur souligne le certain manque de solidarité entre les trois participants, ainsi que leur désir de maintenir leur indépendance nouvellement retrouvée. Le Royaume-Uni, ancienne puissante coloniale, refusa également de s'engager dans cette organisation, ne jouant pas alors de rôle de puissance hégémonique. Ainsi, selon Cohen, les facteurs politiques semblent être les plus déterminants pour expliquer la crédibilité des engagements monétaires pris par différents États souverains.

D'autres auteurs ont également étudié à travers différentes situations historiques, l'importance de plusieurs types de variables pour expliquer la solidité d'unions monétaires au sens large. Parmi ceux-ci, Bordo et Jonung (2001) analysent cinq unions monétaires passées, ainsi que quelques cas de caisses d'émissions monétaires. Parmi ces situations,

ils distinguent les unions nationales de celles internationales. Trois unions monétaires nationales sont étudiées, celles de l'Allemagne, de l'Italie et des États-Unis. Les unions internationales analysées par les deux auteurs sont l'Union latine et l'Union scandinave. Ces deux types d'organisations monétaires diffèrent sur les points suivants : pour les unions nationales, la surface de l'aire monétaire correspond aux frontières du pays, souveraineté monétaire et politique vont ensemble, et il n'y a qu'une seule autorité monétaire. Dans le cas des unions internationales, différents États souverains coopèrent pour maintenir un taux de change fixe « permanent » entre leurs monnaies. Il n'y a pas d'unique autorité monétaire, donc différentes banques centrales. Chaque pays conserve un certain pouvoir monétaire et son pouvoir politique. Les unions latine et scandinave furent fonctionnelles de leur fondation jusqu'à la Première Guerre mondiale. Le choc monétaire que provoqua la guerre, conduisit alors à leur dissolution dans les années vingt, après une période inopérante après-guerre. Ces unions ne résistèrent pas alors aux bouleversements de la Grande Guerre. Les auteurs citent également certaines unions nationales qui ne survécurent pas, notamment celles d'Union soviétique, de Yougoslavie et de Tchécoslovaquie, à la suite de l'effondrement du système communiste. Les unions allemande, américaine et italienne, survécurent, elles, et se maintiennent toujours aujourd'hui, quoique sous des formes différentes pour celles allemande et italienne avec l'adoption de l'euro. De ces différentes situations historiques, les auteurs concluent que les unions monétaires se forment pour différentes raisons qui ne s'excluent pas les unes les autres. Dans le cas des unions nationales, la formation d'une zone monétaire est souvent la conséquence d'un processus plus large d'union politique. Des régions s'unissent politiquement, comme dans les cas allemand, italien et américain, et l'intégration monétaire est un moyen d'approfondir ce processus politique. Des raisons économiques poussent également à la formation d'unions monétaires, nationales et internationales, à travers la recherche d'une baisse des coûts de transaction, l'accès à un marché plus important, l'harmonisation des politiques, *etc.* Enfin, un troisième ensemble, les facteurs culturels, en particulier dans le cas des unions internationales, comme le fait de partager une histoire commune, une même langue, religion, culture, *etc.* Les auteurs identifient cependant un seul type de facteurs à l'origine de la dissolution d'unions monétaires, le facteur politique. Lorsque l'unité politique ou la volonté de former un ensemble disparaît, alors le risque d'éclatement de

la zone monétaire augmente. En effet dans ce cas, les coûts perçus d'abandon du système monétaire diminuent, alors que ceux de la perte d'autonomie semblent augmenter. En cas de choc, la tentation de sortir de l'union s'accroît. Ainsi pour Bordo et Jonung, les processus d'intégration monétaire et politique sont étroitement liés. L'intégration monétaire renforçant celle politique, en accentuant l'intégration économique de l'État, et inversement, celle politique permettant une plus grande crédibilité de celle monétaire, en offrant notamment une plus grande flexibilité d'adaptation face à d'importants chocs. En effet, comme le montrent ces auteurs, une union monétaire doit être capable d'évoluer au cours du temps, pour dépasser les crises auxquelles elle peut être confrontée. Or, pour pouvoir évoluer, l'existence d'une unité politique est nécessaire, celle-ci est alors plus facile à trouver en présence d'une union politique, que par la coordination d'États souverains. Les auteurs s'appuient notamment sur l'histoire de l'unité américaine pour cet argument. [autres auteurs qui disent la même chose]. Pour renforcer l'importance du facteur politique dans la formation et l'effondrement des unions monétaires, ils soulignent que dans le cas de celles nationales, les critères mis en avant par la théorie des zones monétaires optimales, ne permettent pas d'expliquer correctement ce phénomène. Ainsi pour eux, le succès de tels arrangements monétaires, qu'ils considèrent être des processus en évolution permanente, tient à la volonté politique de leurs membres.

Nous venons de voir que théoriquement, deux approches permettent d'expliquer la formation d'une union monétaire. La théorie des zones monétaires optimales souligne l'importance des facteurs économiques dans la détermination de la surface d'utilisation d'une monnaie. L'importance des échanges entre différentes régions et l'existence de mécanismes d'ajustement en cas de chocs, permettraient alors de déterminer l'espace dans lequel les agents gagneraient à utiliser la même monnaie. L'autre approche présentée par Goodhart, défend l'importance du facteur politique dans la détermination de l'aire de circulation d'une monnaie. La monnaie, en tant qu'expression d'un pouvoir politique, verrait donc sa zone d'utilisation déterminée par les frontières géographiques du pouvoir souverain. La viabilité d'une union monétaire, qu'elle soit nationale ou internationale, dépendrait alors de facteurs politiques, de la capacité notamment à maintenir la zone monétaire unie. Les études de Cohen (1993), Bordo et Jonung (2001), ont alors mis en évidence l'importance de cette variable dans la stabilité d'engagements monétaires passés. Nous allons donc essayer

de comprendre maintenant, qu'elles furent les facteurs déterminants dans la formation des blocs monétaires des années trente.

## II.2 La crédibilité des accords monétaires, le cas des années trente

Nous avons déjà vu dans le cadre de l'étalon de change-or avec Wandschneider (2008), Simmons (1997) et d'autres, l'importance également des facteurs politiques dans la fin de ce système monétaire. Eichengreen (1992) souligne aussi ce facteur dans l'effondrement de ce régime monétaire. Pour cet auteur, le manque de crédibilité et de coopération internationale de l'étalon de change-or par rapport à son prédécesseur, furent les causes de son effondrement face à la grande dépression. La crédibilité d'un gouvernement à maintenir son change, ainsi que l'impossibilité de s'accorder entre participants de ce régime monétaire sur les réponses à apporter à la crise, peuvent en effet s'interpréter comme un manque de volonté de la part des nations membres de maintenir ce système monétaire. La montée du protectionnisme et l'émergence de blocs monétaires et commerciaux traduirait alors le désir d'abandonner le système universel d'étalon de change-or au profit d'accords monétaires régionaux, donc plus restreints. Mais la fin de l'étalon de change-or peut également s'expliquer par des facteurs économiques dans le cadre de la théorie des zones monétaires optimales. La grande dépression et l'effondrement des échanges commerciaux et financiers qu'elle provoqua, entraîna une diminution des gains à former une union monétaire. Inversement, les coûts de la perte d'indépendance monétaire s'accrurent avec la sévérité de la crise. Les bénéfices de l'adhésion à l'étalon de change-or se réduisirent alors, voire devinrent négatifs. Abandonner ce système monétaire devint donc plus avantageux que de le maintenir. Les coûts de sortie de ce type d'union monétaire étaient en plus moins élevés que si ces pays avaient partagé une même monnaie.

### II.2.1 Le rôle des variables économiques

Les variables politiques et économiques furent également déterminantes dans la formation des blocs monétaires des années trente. Deux études, celles d'Eichengreen et Irwin (1995) et de Ritschl et Wolf (2011), mettent en avant l'importance des liens commerciaux dans la formation de ces blocs. Les deux premiers auteurs étudient l'influence des poli-

tiques commerciales et financières sur la réorientation des échanges commerciaux dans les années trente. En effet, si ces derniers chutèrent au cours de la grande dépression, de 50 % en valeur et de 30 % en volume entre 1929 et 1932, selon les chiffres des auteurs, la direction des flux commerciaux enregistra également d'importants changements, vers une plus grande régionalisation de l'économie. Ainsi, toujours selon les chiffres d'Eichengreen et Irwin, la part des exportations du Royaume-Uni vers les membres du Commonwealth passa de 44 à 50 % entre 1928 et 1938. La part des importations de ce pays depuis cette zone passa également de 30 à 42 %. De même, dans le cas de la France, les importations en provenance de ses colonies et protectorats passèrent de 12 à 27 %, et les exportations françaises à destination de cette même zone évoluèrent de 19 à 28 %. Dans le cas de l'Allemagne, ses importations en provenance de la Bulgarie, de la Grèce, de la Hongrie, de la Roumanie, de la Turquie et de la Yougoslavie, passèrent de 17 à 28 %, et ses exportations de 13 à 25 %. Ainsi, à partir de ce constat, Eichengreen et Irwin tentent de déterminer les facteurs responsables de cette réorientation des échanges commerciaux. Ils étudient l'influence des politiques commerciales et des politiques de taux de change. Les premières correspondent aux politiques protectionnistes et à la formation des blocs commerciaux. Les secondes, à celle des blocs monétaires. Ces derniers purent en effet influencer la direction des échanges commerciaux à travers la stabilité des changes qu'ils offraient à leurs membres respectifs, stabilité favorable aux échanges, et aussi par le rôle des réserves en devises. Dans ce dernier cas, nous avons vu précédemment que les participants au bloc sterling maintinrent la fixité de leurs monnaies par rapport à la livre en partie grâce à la détention de sterlings. La détention de telles réserves leur permettait de financer leurs balances des paiements et les incitait à réaliser leurs échanges dans cette monnaie de réserve, donc à les réorienter vers ceux utilisant cette même monnaie.

Pour déterminer l'influence de ces variables, Eichengreen et Irwin recourent à un modèle gravitaire<sup>4</sup>, et comparent les années 1928, 1935 et 1938 pour 34 pays. Ils montrent que les politiques commerciales et de change tendirent à influencer le schéma des échanges internationaux. En effet, l'intensité des déterminants standards des échanges utilisés dans les modèles gravitaires, comme le revenu des pays, leur distance d'éloignement et l'existence de frontières communes, diminua au cours des années trente. La hausse des barrières

---

4. Anderson (1979), Deardorff (1998), Anderson et van Wincoop (2003).

aux échanges atténua ainsi le lien existant précédemment entre niveau d'activité et échanges internationaux. L'instabilité des changes découragea elle à la marge, le commerce international. Cependant les auteurs montrent que la tendance à la régionalisation observable dans les années trente, était déjà marquée avant l'émergence de ces blocs. La réorientation des échanges serait alors plutôt due à des forces historiques, telles que les liens commerciaux et financiers déjà préexistants. En effet, les membres du Commonwealth échangeaient déjà beaucoup plus entre eux en 1928, et cela même en contrôlant les accords commerciaux préférentiels qui existaient déjà entre ces pays. L'intensité de l'effet de l'appartenance à ce bloc commercial augmenta entre 1928 et 1935, renforçant alors la tendance déjà observée. Mais il ne semble pas cependant que la formation de ce bloc commercial fut responsable d'une diminution des échanges entre membres et non-membres. Les résultats observés pour les membres du bloc commercial allemand, le bloc reichsmark, sont assez similaires à ceux du groupe précédent. Les nations participant à ce bloc commercial commerçaient davantage en 1928 que ce que le modèle gravitaire prédit. L'influence de cette variable s'accrut également entre 1928 et 1935-1938, mais moins fortement que pour le Commonwealth. Le bloc reichsmark semble par contre avoir provoqué une diminution des échanges entre participants et non-participants. Il aurait donc conduit à un détournement des échanges commerciaux au profit de ses membres. Ainsi, contrairement à ce que la littérature mettait en avant, Eichengreen et Irwin émettent des réserves sur l'importance de la formation des blocs commerciaux dans la modification des schémas d'échanges au cours des années trente. Pour eux, cette régionalisation de l'économie trouvait déjà ses sources dans les années vingt. Les résultats pour les blocs monétaires sont alors similaires à ceux des blocs commerciaux. Les deux auteurs testent l'influence du bloc sterling, du bloc-or et du groupe des pays à contrôle de change sur les flux commerciaux. La participation au bloc sterling n'eut alors pas d'effet sur les échanges. Il n'y aurait qu'en 1938 qu'une légère influence positive serait notable, mais seulement pour les échanges entre membres et non-membres. Cependant cette amélioration proviendrait plutôt de la dévaluation des participants au bloc sterling, qui aurait amélioré leur compétitivité. De même dans le cas du bloc-or, Eichengreen et Irwin ne notent pas d'amélioration des échanges entre les pays ayant maintenu l'étalon de change-or le plus longtemps. Là aussi, il note un léger effet positif en 1938, mais à mettre sur le compte de la dépréciation monétaire que ces nations

menèrent après 1936. Dans le cas du groupe de pays ayant mis en place des contrôles de change, il semblerait que la participation à cet ensemble monétaire ait entraîné une augmentation du commerce entre ces pays pour les années 1935 et 1938, au détriment de ceux n'ayant pas eu recours à de telles pratiques. Cependant cette tendance était également visible dès 1928. Les auteurs n'attribuent donc pas forcément à la mise en place de ces contrôles, ces effets de détournement des flux commerciaux. Les nations appartenant à ce bloc étaient déjà avant son émergence un groupe distinct. De plus, lorsque la variabilité des changes est contrôlée, ces effets de diversion deviennent beaucoup moins importants. Ainsi, la tendance à la régionalisation de l'économie dans les années trente n'est pas attribuable à la formation des blocs monétaires et commerciaux, ces tendances étant déjà apparentes en 1928, donc avant leur formation. Elle serait alors plutôt la conséquence de forces historiques comme la présence de liens commerciaux et financiers déjà anciens. De plus ces différents blocs eurent des effets variables. Si les membres du bloc sterling échangèrent disproportionnellement entre eux et avec le reste du monde, ce ne fut pas le cas pour ceux du bloc-or. Pour ce dernier bloc, l'important recours à des politiques protectionnistes peu discriminatoires, neutralisa les effets positifs que leur stabilité des changes aurait pu leur procurer.

L'importance des liens économiques passés entre les participants des blocs monétaires a également été mise en avant par Ritschl et Wolf (2011). Ces deux auteurs étudient un cadre plus large, celui du problème d'endogénéité dans la formation des unions monétaires. En effet, comme l'ont montrée Rose (2000) et Glick et Rose (2002), la participation à une union monétaire entraîne une forte augmentation des échanges commerciaux entre ses membres, ils seraient ainsi multipliés par deux voire trois. Cependant ces résultats ont été critiqués, car ne prenant pas en compte les problèmes d'endogénéité, par Baldwin (2006) par exemple. En effet, les nations qui formeraient des unions monétaires seraient aussi celles qui auraient le plus intérêt à le faire, c'est-à-dire celles qui échangeaient déjà le plus entre elles. De plus, la perspective de formation d'une union monétaire pourrait également être source d'une augmentation des échanges entre futurs membres. Les agents anticiperaient les effets de tels accords monétaires, et le commerce international augmenterait avant même la réalisation de l'union. Ritschl et Wolf (2011) utilisent la formation des blocs monétaires dans les années trente pour tester l'existence d'une telle



endogénéité dans la création des blocs monétaires. Cette période est ainsi indiquée pour ce type de test, car l'anticipation de l'apparition de ces blocs était très peu probable. En effet comme l'a montré Hamilton (1987), la grande dépression ne fut pas anticipée. De ce fait, l'éclatement de l'étalon de change-or et l'émergence des blocs monétaires ne pouvaient pas non plus l'être. Pour mettre en avant l'existence d'un biais endogène, les auteurs ont alors recours à un modèle gravitaire. Cependant comme ils le montrent, ce type de modèle échoue à détecter ces problèmes lorsqu'il est utilisé avec des données de panels, comme cela est le cas en général. Pour éviter cet écueil, ils utilisent une estimation par différence (« difference in differences »). Sans cela, ils trouvent que les blocs monétaires seraient responsables d'une hausse des échanges entre leurs membres respectifs, comprise entre 50 et 300 % selon les blocs. Seul le bloc-or n'obtient pas de résultats significatifs. Ces résultats seraient donc proches de ceux trouvés par Rose. Mais en incluant un effet fixe d'une mesure du commerce déjà existant en 1928, donc avant la formation de ces blocs, ils montrent que l'intégration commerciale évolua peu entre les participants des blocs, celle-ci étant déjà forte avant leur formation. Ainsi, dès 1928, les échanges entre les futurs participants du bloc sterling étaient déjà entre 1,7 et 2,7 fois plus importants que ce qu'un modèle de gravité prédit. Pour les membres du bloc reichsmark, ces flux étaient entre 1,9 et 4,6 fois plus forts. Pour ceux du Commonwealth, entre 2,6 et 4,1 fois ce que la situation géographique et la taille de ces pays présageaient. Cependant la méthode des effets fixes ne peut pas prendre en compte entièrement l'endogénéité dans la formation des unions monétaires. Pour remédier à cela, Ritschl et Wolf empruntent à Alesina et Barro (2002) le concept de pays ancre et l'intègrent à leur modèle de gravité. Selon cette idée, les participants à une union monétaire, plutôt que de partager de forts liens économiques entre eux tous, sont surtout rattachés à un même pays, qualifié de pays ancre. Chaque nation de l'union ancrerait en fait sa monnaie sur un même pays. Dans le cas des années trente, la France serait la nation ancre du bloc-or, le Royaume-Uni celle du bloc sterling, et l'Allemagne celle du reichsmark bloc. Ils montrent que les pays participèrent au bloc monétaire des années trente dans lequel la nation ancre avec laquelle ils réalisaient le plus d'échange se trouvait. De même, une faible intégration commerciale avec un de ces trois pays prédit bien la non-participation au bloc dans lequel elle se trouve. Ainsi, si une nation échangeait beaucoup avec le Royaume-Uni en 1928 et relativement moins avec la

France et l'Allemagne, elle avait une plus grande probabilité d'intégrer le bloc sterling. Et de même pour les cas où elle commerçait plus avec la France ou l'Allemagne, sa probabilité d'intégrer le bloc-or ou respectivement le bloc reichsmark, augmentait. Dans le cas de ce dernier bloc, ses participants avaient également tendance à être moins intégrés dans l'économie internationale, reflétant ainsi leur plus grande dépendance à l'Allemagne. Ainsi, il ressort de leurs résultats, qu'il existe un fort biais d'endogénéité et de sélection dans la formation des unions monétaires, et notamment dans celle des années trente. Ces blocs se seraient alors constitués en fonction de l'intensité des échanges commerciaux que leurs membres entretenaient déjà avant la création de ces blocs en 1928. Ils mettent en particulier en avant l'importance de ces flux avec les nations au cœur des blocs, c'est-à-dire l'Allemagne, la France et le Royaume-Uni. Ces blocs, et les unions monétaires plus largement, ne seraient donc pas responsables d'une hausse des échanges entre membres aussi forte que Rose le calcule. Ces forts liens seraient ainsi préexistants à la formation de l'union. Les anticipations des agents ne sont pas non plus responsables de cette augmentation des flux commerciaux, car la formation des blocs n'était pas anticipée.

Les blocs monétaires et commerciaux émergèrent au cours de la grande dépression selon des lignes déjà préexistantes. Les échanges commerciaux d'avant-crise permettent alors de déterminer les futurs membres de ces blocs. La régionalisation de l'économie, apparente à travers ces ensembles monétaires et commerciaux, était donc déjà présente dès 1928. Elle ne serait pas la conséquence de leur formation, mais plutôt la cause, ces blocs n'ayant eu finalement qu'une influence modérée sur la réorientation du commerce international. Nous pouvons ainsi analyser la constitution de ces blocs à partir du cadre de la théorie des zones monétaires optimales. L'étalon de change-or s'était effondré, car les coûts en matière de perte d'autonomie de la politique monétaire avaient fini par dépasser les gains liés à la participation à cette forme d'union monétaire internationale, gains qui avaient eux-mêmes chuté avec l'effondrement du commerce international. Les blocs monétaires se constituèrent selon les critères des zones monétaires optimales. Les nations qui adhérèrent à ces blocs furent celles qui avaient le plus intérêt à stabiliser leurs changes, c'est-à-dire celles qui échangeaient le plus entre elles. L'importance des échanges commerciaux entre membres de ces blocs a été montrée par Eichengreen et Irwin (1995) et Ritschl et Wolf (2011). Il pourrait également être intéressant de déterminer l'importance de leurs

liens financiers par l'étude de la composition de leurs réserves en devises, ou de la dénomination de leur dette étrangère. En effet, les pays dont les réserves étaient principalement détenues dans une devise donnée, durent être incités à ancrer leur monnaie sur celle du pays émetteur de la devise. Ils évitaient ainsi que leurs réserves exprimées dans leur monnaie fluctuent avec les variations de la devise. Leur base monétaire restait alors stable. Cette situation pourrait certainement être illustrée par les exemples des dominions anglais avec le Royaume-Uni. Nous avons en effet vu précédemment, que sous la période de l'étalon de change-or, ces nations régulaient leurs systèmes monétaires par une caisse d'émission avec la livre. Lorsque le Royaume-Uni quitta l'étalon de change-or en septembre 1931, elles furent donc incitées à le suivre et à ancrer leurs monnaies sur le sterling. Si elles n'avaient pas opéré de la sorte et étaient restées sur l'or, la valeur en or de leurs réserves en devises anglaises aurait fortement varié, entraînant de forts mouvements de leurs bases monétaires. Cette situation peut également s'appliquer aux pays présentant un fort endettement extérieur. Si ceux-ci laissaient fluctuer leurs monnaies par rapport à celle dont leurs dettes étaient libellées, ces pays auraient connu d'importants effets de richesse à travers les fluctuations de leurs dettes extérieures exprimées en monnaie nationale. Pour se protéger de ces pertes si leurs monnaies se dépréciaient par rapport à celle du pays créateur, ils étaient alors incités à s'ancrer sur celui-ci. L'importance des liens financiers pourrait donc être également un facteur incitatif à la formation des blocs monétaires des années trente dans le cadre de la théorie des zones monétaires optimales.

## II.2.2 Le rôle des variables politiques

Ainsi, les blocs monétaires peuvent être analysés comme une tentative de former une zone monétaire optimale après l'échec de l'étalon de change-or, en restreignant le nombre de participants à ces accords monétaires à ceux pour lesquels la stabilité des changes était la plus profitable. Les membres d'un bloc étaient alors ceux qui tiraient le plus de gains à participer à l'union monétaire. L'échec du bloc-or contrairement au bloc reichsmark et au bloc sterling en particulier, pourrait donc s'expliquer par l'insuffisance des gains retirés de la stabilité des changes de ses participants, par rapport aux coûts de la perte d'autonomie monétaire. Les membres du bloc-or n'auraient alors pas entretenu de liens commerciaux et financiers suffisamment denses pour dépasser les coûts de la participation

à de tels accords monétaires.

Mais la formation des blocs monétaires et commerciaux dans les années trente peut aussi être appréhendée à travers la théorie de la monnaie développée par Goodhart (1998). La constitution de ces blocs correspondrait à une volonté politique. L'étalon de change-or n'avait pas résisté à la grande dépression, car ses participants n'avaient pas exprimé une volonté suffisante pour le maintenir, les tensions entre les grandes puissances rendant toute coopération difficile. La formation des blocs serait alors une réponse à ces dissensions, chaque puissance constituant une zone dans laquelle elle pourrait exprimer son influence. Les membres d'un bloc seraient donc les pays dont les liens avec la puissance dominante de leur bloc seraient les plus forts. Le bloc sterling était ainsi composé des membres de l'Empire britannique et des nations présentant des liens économiques intenses avec le Royaume-Uni comme nous l'avons vu, mais également des liens politiques forts, notamment à travers différentes alliances politiques. Dans le cas du bloc reichsmark, là aussi nous avons vu la volonté de l'Allemagne de créer une zone d'influence pour assurer ses approvisionnements notamment en cas de guerre, avec les pays d'Europe de l'Est et du Sud-Est. Dans le cas du bloc-or, si ce bloc semble à première vue manquer d'une certaine cohérence, il est intéressant de noter qu'une majorité de ses participants (la France, la Belgique, l'Italie et la Suisse) étaient d'anciens membres de l'Union latine. La Pologne elle entretenait d'importants liens diplomatiques et militaires avec la France. Ainsi les blocs monétaires étaient tous centrés sur une des puissances de l'époque. Leur création répondrait donc à une volonté politique, celle de constituer des ensembles politiques homogènes face aux tensions politiques de l'époque. Les accords monétaires ne seraient qu'une conséquence de ces volontés politiques. L'échec relatif du bloc-or pourrait alors correspondre à une insuffisante volonté politique de la part de la France, et certainement aussi des autres membres, de rendre ce bloc crédible. Nous avons en effet déjà vu avec Mouré (1998) le manque de détermination de la France pour rendre ce bloc réellement cohérent.

L'importance du facteur politique dans la formation des blocs des années trente est mise en avant par Gowa et Hicks (2013). Pour cela ils recourent à un modèle gravitaire prenant en compte les flux commerciaux de 54 pays entre 1919 et 1938. Pour estimer les déterminants des échanges au cours de l'entre-deux-guerres, ils utilisent les variables tradi-

tionnelles de ce type de modèle, puis contrôlent l'appartenance à un des blocs monétaires (le bloc sterling, bloc-or et le bloc des pays à contrôle de change), et à un des blocs commerciaux (le bloc reichsmark et l'Imperial Preference System, que nous avons déjà vu sous le nom de Commonwealth). Ils contrôlent également les liens politiques de ces nations, en prenant en compte leur régime politique, c'est-à-dire démocratique ou non, ainsi que les différentes alliances qu'ils auraient conclues. Pour ces deux dernières variables, ils utilisent les données de la base Polity IV de Marshall et Jaggers (2010) pour l'aspect démocratique des régimes, et les données de Leeds *et al.* (2002) pour les alliances. Gowa et Hicks trouvent alors qu'aucun des blocs n'eut d'influence positive et significative sur les échanges de ses membres pris dans leur ensemble, ainsi que sur ceux entre membres et non-membres. Pour le bloc sterling et le bloc-or ces résultats sont en accord avec ceux d'Eichengreen et Irwin (1995) et de Wolf et Ritschl (2011), mettant en avant la forte endogénéité dans la formation de ces deux blocs. Ils notent cependant que les échanges intrabloc du bloc des pays à contrôles des changes diminuèrent de moitié. Là aussi, ces résultats sont en accord avec la politique autarcique des participants. Ils soulignent également que les variables politiques furent essentielles dans la détermination des échanges. Les pays démocratiques tendaient à plus échanger entre eux. Les deux auteurs mesurent également les effets de ces blocs sur les échanges à l'intérieur même des blocs. Ils montrent qu'ils entraînèrent pour les deux blocs commerciaux des modifications des échanges au profit de la puissance dominante du bloc, c'est-à-dire le Royaume-Uni et l'Allemagne. En effet, les autres membres de ces deux blocs n'augmentèrent pas leurs échanges entre eux, voire ceux-ci diminuèrent, mais les échanges des participants avec la puissance dominante s'accrurent. Les auteurs concluent de ces résultats, que l'objectif de la formation de ces blocs monétaires n'était pas tant d'accroître les échanges entre participants, mais plutôt de maintenir ceux déjà préexistants. Les blocs commerciaux permirent eux une modification des flux à l'intérieur même de ces deux blocs, augmentant les échanges avec la puissance dominante. L'Allemagne et le Royaume-Uni sécurisèrent ainsi leurs approvisionnements en vue d'un probable conflit à venir. Ainsi, ce serait les politiques des grandes puissances de l'époque, l'Allemagne, le Royaume-Uni et la France (le cas des États-Unis est quelque peu particulier, cette puissance suivant plutôt une voie isolationniste), qui seraient à l'origine de la formation de ces blocs et de leurs effets sur les

échanges. La formation des blocs monétaires, mais aussi commerciaux, des années trente, répondrait alors à une volonté politique plutôt qu'économique. Leur émergence suivrait donc la conception de Goodhart des unions monétaires, prenant leur source dans la volonté politique, plutôt que celle de la théorie des zones monétaires optimales, dans laquelle les facteurs économiques dominant.

# Conclusion générale

NOUS VENONS de voir à travers l'étude de l'étalon-or, de sa formation à son abandon à l'issue de la Première Guerre mondiale, puis de sa reconstruction dans les années vingt sous la forme d'un étalon de change-or, à sa chute définitive pendant la grande dépression, que l'endettement public fut une variable déterminante dans la crédibilité de ces accords monétaires.

Elle influença en effet fortement la capacité des nations à adhérer à ces systèmes monétaires, que ce soit dans la seconde moitié du XIXe siècle dans le cas de l'étalon-or, ou lors des années vingt pour l'étalon de change-or. Les trajectoires de stabilisation monétaire à l'issue de la guerre furent fortement déterminées par la gestion des dettes souveraines. Elles marquèrent par la suite, les perceptions des contemporains sur le rôle et le fonctionnement de ces accords monétaires. Et lorsque la crise des années trente éclata, ce carcan monétaire, réel et intellectuel, conditionna les réponses à apporter à la grande dépression.

Les hauts niveaux d'endettement public, le problème de leur financement et les tentatives de recourir à leur monétisation, affectèrent aussi fortement la capacité de maintien de ces accords monétaires. Le coût de la guerre, les importantes dettes publiques qui en résulta et le problème de leur financement amenèrent à l'impossibilité de maintenir l'étalon-or. L'étude des corrélations de change au cours de la Grande Guerre, nous a permis de montrer le manque de crédibilité de cet accord lorsqu'il fut maintenu en façade pendant le conflit. Puis la grande dépression et la hausse de l'endettement public qu'elle entraîna portèrent atteinte à la crédibilité de l'étalon de change-or et conduisirent à sa chute. Le rôle de la dette publique dans la durée de maintien de ce régime monétaire face à la crise a été souligné par un modèle de durée (« duration analysis ») dans l'esprit de Meissner (2005) et Wandschneider (2008).

L'effondrement de l'étalon de change-or au cours de la crise des années trente, ainsi que des préceptes qu'il sous-tendait, se produisit dans un certain chaos. Les nations abandonnèrent la convertibilité-or de leurs monnaies sans concertation, provoquant des mesures de représailles. Ce ne fut pas pour autant que toute forme d'organisation monétaire disparut. Le système international se fragmenta en différents blocs régionaux, commerciaux

et monétaires. Les participants de ces blocs abandonnèrent alors un accord monétaire quasi-universalisé pour en reformer d'autres, sur une base plus restreinte, régionale. La formation de ces blocs, ainsi que leur crédibilité dépendirent alors fortement des liens économiques mais aussi politiques que leurs participants entretenaient entre eux.

Cette recherche et ses résultats ouvrent la voie vers d'autres champs d'étude, qu'il nous semble mériteraient d'être approfondis dans le cadre de futures recherches. Je pense en particulier au thème de la politique budgétaire dans le cas des accords monétaires. Cet instrument de politique économique fut peu utilisé au cours de notre période d'étude et en particulier lors de la grande dépression. Sa mise en pratique dans le cas d'accords monétaires est cependant assez complexe, tant les contraintes de financement des déficits budgétaires et de la dette publique peuvent se révéler problématique dans le carcan d'une union monétaire, comme nous l'avons vu le long de cette étude. En fait, un moyen de dépasser cette limite, pourrait se faire par l'intégration fiscale comme l'a montré Johnson (1970). La présence d'un mécanisme de stabilisation automatique des déséquilibres entre les régions d'une zone monétaire, permet alors de faire tendre l'union vers une zone monétaire optimale. Mais pour que des transferts budgétaires suffisants aient lieu entre les différentes régions, l'existence d'un budget fédéral est nécessaire. Cette réponse nécessite donc le développement d'accords budgétaires, d'une union fiscale, pour augmenter la crédibilité des accords monétaires, notamment lorsque ceux-ci sont frappés par une crise de forte intensité telles la grande dépression ou la crise actuelle.

La plus grande résilience des unions monétaires nationales par rapport à celles internationales peut en effet s'expliquer en partie selon Bordo, Markiewicz et Jonung (2011), par le développement d'unions fiscales au cours de leur histoire. Ces trois auteurs, en étudiant l'histoire des États-Unis, de l'Argentine, du Canada, du Brésil et de l'Allemagne, montrent que ces unions monétaires nationales évoluèrent au cours du temps, en particulier sous la pression des crises économiques qu'elles traversèrent. Un des événements déterminants pour ces cinq pays fut notamment la grande dépression. En réponse à la crise, ceux-ci augmentèrent le pouvoir de leurs gouvernements centraux, au détriment des gouvernements locaux. Cette centralisation permit de créer (dans le cas du Canada) ou d'augmenter (pour les États-Unis par exemple), la puissance budgétaire des gouvernements centraux afin de mener des processus de stabilisation budgétaire nationaux, permettant de venir



en aide aux régions les plus touchées par la crise. Dans le cas américain par exemple, les mesures du New Deal de Roosevelt à partir de 1933, firent passer la part relative des dépenses gouvernementales à 30 % au niveau local, 24 % au niveau des États et 46 % à celui fédéral en 1940, alors que celles-ci étaient respectivement de 50 %, 20 % et 30 % en 1932. Ces auteurs notent cependant également, que si ces unions budgétaires furent possibles dans le cas de ces unions monétaires nationales, elles intervinrent après l'unification politique. Ainsi, la crédibilité des accords monétaires, menacée par l'endettement public, semblerait être affirmée par le développement d'unions budgétaires, dont la mise en place interviendrait cependant après une unification politique.



# Liste des tableaux

1.1	Régime monétaire de certains pays en 1868. . . . .	25
1.2	Régime monétaire de certains pays en 1908. . . . .	27
1.3	Date d'adoption de l'étalon-or pour certains pays. . . . .	29
1.4	Forme de la circulation monétaire interne. . . . .	40
2.1	Pertes humaines, destruction de capital physique et pertes totales de richesse dues à la Première Guerre mondiale. . . . .	58
2.2	Part des dépenses publiques dans le revenu national pour les quatre principaux belligérants. . . . .	74
2.3	Moyenne des corrélations moyennes et volatilité des paires de taux de change durant l'étalon-or et durant la Première Guerre mondiale. . . . .	85
3.1	Les déficits publics (y compris charges d'intérêt) de 1919 à 1926. . . . .	126
3.2	Dynamique de la dette entre 1919 et 1926. . . . .	134
3.3	Les déficits publics (y compris charges d'intérêt) de 1925 à 1931 . . . . .	136
3.4	Remboursement de la dette publique par la Caisse d'amortissement . . . . .	138
3.5	Dynamique de la dette entre 1926 et 1931. . . . .	139
3.6	Retour officiel à l'étalon de change-or. . . . .	156
4.1	Croissance industrielle comparée (1913-1929). D'après les données de D. Aldcroft (1977). . . . .	164
4.2	Mouvements de la production industrielle dans différents pays (1929 = 100). D'après les données de J-Ch. Asselain (1995). . . . .	166
1.1	Abandon officiel de l'étalon de change-or. . . . .	217
2.1	Défauts au cours de la grande dépression . . . . .	274
2.2	Crise bancaire dans les années trente . . . . .	286
2.3	Les déficits publics de 1929 à 1936. . . . .	302
2.4	Dynamique de la dette entre 1929 à 1936. . . . .	304
2.5	Emprunts à moyen et long terme, 1932-1936. . . . .	306
2.6	Les déficits publics de 1936 à 1939. . . . .	308
2.7	Dynamique de la dette de 1936 à 1939. . . . .	310
3.1	Pays membres du bloc sterling. D'après les données de B.Eichengreen et D.Irwin (1995) et J.Gowa et R.Hicks (2013) pour les résultats entre parenthèses. . . . .	326
3.2	Pays mettant en place un contrôle des changes. D'après les données de B.Eichengreen et D.Irwin (1995) et J.Gowa et R.Hicks (2013) pour les résultats entre parenthèses. . . . .	330
3.3	Pays membres du bloc-or. Les dates indiquent l'abandon de l'étalon or, donc du bloc-or. D'après les données de B.Eichengreen et D.Irwin (1995) et J.Gowa et R.Hicks (2013) pour les résultats entre parenthèses. . . . .	333
3.4	Pays membres du Commonwealth. . . . .	342
3.5	Pays membres du bloc reichsmark. . . . .	344



# Liste des illustrations

2.1	Évolution des taux de change sur la période étudiée. . . . .	86
2.2	Moyenne des corrélations des paires de taux de change durant l'étalon-or et durant la Première Guerre mondiale. . . . .	87
2.3	Volatilité des corrélations des paires de taux de change durant l'étalon-or et durant la Première Guerre mondiale. . . . .	87
2.4	Dynamique des corrélations des paires de taux de change durant l'étalon-or et durant la Première Guerre mondiale. . . . .	88
3.1	Évolution de l'endettement public rapporté au PIB entre 1919 et 1937. D'après les données d'Abbas <i>et al.</i> (2010), sauf pour la France, Villa (1993). . . . .	146
4.1	Contraction du commerce international mois par mois entre janvier 1929 et juin 1933 (en millions de dollars). . . . .	167



# Table des matières

<b>Introduction générale</b>	<b>1</b>
 <b>I L'influence de l'endettement public sur l'étalon-or, de son émergence à sa fin au cours de la grande dépression</b>	 <b>17</b>
<b>1 L'étalon-or au XIXe siècle</b>	<b>19</b>
I L'émergence et la diffusion de l'étalon-or, 1870-1914 . . . . .	21
I.1 La coexistence de différents régimes de monnaie marchandise . . . . .	21
I.2 La transition vers l'étalon-or . . . . .	25
I.3 Les raisons de la généralisation de l'étalon-or . . . . .	30
II L'étalon-or en théorie . . . . .	35
II.1 Les apports de l'étalon-or . . . . .	36
II.2 Le fonctionnement théorique . . . . .	36
III L'étalon-or dans les faits . . . . .	39
III.1 Un système hétérogène . . . . .	39
III.2 Des règles du jeu non respectées . . . . .	41
IV Le fonctionnement en pratique de l'étalon-or . . . . .	42
IV.1 Le rôle de la crédibilité . . . . .	43
IV.2 Le rôle de la coopération . . . . .	48
IV.3 Le rôle particulier du Royaume-Uni . . . . .	49
 <b>2 Les bouleversements de la Première Guerre mondiale</b>	 <b>55</b>
I Le régime d'étalon-or dans la Première Guerre mondiale . . . . .	60
I.1 La suspension de la convertibilité-or . . . . .	61
I.2 Maintenir le régime d'étalon-or . . . . .	66
I.2.1 Protéger l'encaisse-or de la banque centrale . . . . .	66
I.2.2 Maintenir le taux de change . . . . .	68
I.3 La crédibilité du régime d'étalon-or . . . . .	74
I.3.1 Le financement de l'effort de guerre . . . . .	74
I.3.2 La crédibilité du régime d'étalon-or à travers le finance-	
ment de la dette publique . . . . .	77
I.3.3 La crédibilité du régime d'étalon-or à travers les taux de	
change . . . . .	81
I.3.3.1 Présentation du modèle . . . . .	81
I.3.3.2 La corrélation dans la littérature. . . . .	82
I.3.3.3 Résultats . . . . .	84
II les conséquences politiques et économiques de la guerre . . . . .	89
II.1 Les conséquences politiques, la remise en cause de l'ordre social . .	89
II.1.1 La nouvelle place de l'État dans la société . . . . .	89
II.1.1.1 La montée de l'État . . . . .	89
II.1.1.2 La remise en cause de cette nouvelle position . .	91
II.1.2 La montée des revendications sociales . . . . .	92

	II.1.2.1	Une demande accrue de représentativité . . . . .	92
	II.1.2.2	Les tensions sociales . . . . .	94
	II.1.3	Les conséquences sur l'étalon-or . . . . .	96
II.2		Les conséquences économiques, la remise en cause de l'ordre économique	97
	II.2.1	Un nouvel ordre mondial . . . . .	97
	II.2.1.1	Une réorientation du commerce international . . .	97
	II.2.1.2	Une nouvelle hiérarchie mondiale . . . . .	98
	II.2.2	Les problèmes liés au financement de la guerre . . . . .	100
	II.2.3	Des ajustements monétaires nécessaires . . . . .	103
<b>3</b>		<b>Le retour à l'or, l'étalon de change-or</b>	<b>107</b>
I		Le retour à l'or, différentes expériences nationales . . . . .	109
	I.1	L'influence américaine sur la conjoncture . . . . .	110
	I.2	L'expérience de stabilisation du Royaume-Uni, le retour aux an- ciennes parités . . . . .	113
	I.2.1	Une maîtrise rapide de l'endettement . . . . .	113
	I.2.2	Un retour à l'or précipité . . . . .	115
	I.3	L'expérience de l'Allemagne . . . . .	117
	I.3.1	L'hyperinflation allemande . . . . .	118
	I.3.2	La stabilisation du mark . . . . .	122
	I.4	L'expérience française . . . . .	124
	I.4.1	De la fin de la guerre à la stabilisation <i>de facto</i> du franc, tentative de maîtrise de l'endettement . . . . .	125
	I.4.1.1	La persistance des déficits . . . . .	125
	I.4.1.2	Le financement de la dette : nouveaux emprunts et renouvellements à échéance . . . . .	128
	I.4.1.2.1	De nouvelles dettes . . . . .	128
	I.4.1.2.2	Problème de renouvellement à l'échéance . . . . .	129
	I.4.1.3	La soutenabilité de la dette . . . . .	132
	I.4.1.3.1	Décomposition de la dynamique de la dette	133
	I.4.2	Du franc stabilisé à la grande dépression, « une véritable image » de la prospérité . . . . .	135
	I.4.2.1	Un budget de nouveau en excédent . . . . .	135
	I.4.2.2	Le financement de la dette . . . . .	136
	I.4.2.2.1	Financement et allongement de la dette . . . . .	137
	I.4.2.2.2	La réduction de la dette . . . . .	138
	I.4.2.3	La soutenabilité de la dette . . . . .	138
II		Les conséquences des différentes trajectoires de stabilisation . . . . .	140
	II.1	L'impact de la crise de 1921 . . . . .	140
	II.2	L'impact des expériences personnelles de stabilisation monétaire . .	142
	II.2.1	Niveau de stabilisation et taux de croissance . . . . .	142
	II.2.2	Niveau de stabilisation et symbolique de l'étalon-or . . . .	143
	II.2.3	Niveau de stabilisation et endettement . . . . .	145
III		L'étalon de change-or . . . . .	145
	III.1	L'avènement de l'étalon de change-or et ses propriétés . . . . .	146
	III.1.1	Le rôle des conférences internationales . . . . .	147
	III.1.1.1	La conférence de Bruxelles . . . . .	147



III.1.1.2	La conférence de Gênes . . . . .	148
III.1.2	La coopération dans la stabilisation . . . . .	150
III.2	Les propriétés du nouveau régime monétaire . . . . .	151
III.2.1	Un régime d'étalon de change . . . . .	151
III.2.2	L'étalon de change-or, un potentiel d'instabilité dans ses fondations . . . . .	153
III.2.2.1	Les réserves en devises, une source d'instabilité . . . . .	153
III.2.2.2	Des instruments de politique monétaire altérés . . . . .	155
III.2.2.3	L'augmentation du nombre de participants . . . . .	155
III.2.3	L'instabilité héritée de la guerre . . . . .	157
III.2.3.1	Une crédibilité atteinte . . . . .	157
III.2.3.2	Une coopération internationale limitée . . . . .	158
III.2.3.3	Le rôle particulier du Royaume-Uni affaibli . . . . .	159
<b>4</b>	<b>Le déclenchement de la grande dépression</b>	<b>161</b>
I	Un environnement déflationniste . . . . .	166
I.1	Des politiques déflationnistes contraintes . . . . .	168
I.1.1	Le Royaume-Uni . . . . .	168
I.1.2	La France . . . . .	169
I.2	Le choix de la déflation . . . . .	171
I.2.1	Le cas de l'Allemagne . . . . .	171
I.2.2	Le cas des États-Unis . . . . .	173
I.3	Les conséquences de ces politiques de déflation . . . . .	176
II	Le déclenchement de la dépression . . . . .	179
II.1	La périphérie touchée . . . . .	180
II.2	La crise au cœur du système . . . . .	184
II.2.1	Le cas américain . . . . .	184
II.2.2	Le cas allemand . . . . .	185
II.2.3	La France . . . . .	186
III	L'approfondissement de la dépression . . . . .	187
III.1	Les conséquences des défauts sud-américains . . . . .	187
III.2	Les crises financières en Europe Centrale . . . . .	188
III.2.1	Le cas de l'Autriche . . . . .	189
III.2.2	Le cas de la Hongrie . . . . .	191
III.2.3	Le cas de l'Allemagne . . . . .	191
III.3	Le cas du Royaume-Uni . . . . .	195
III.4	Les États-Unis . . . . .	197
<b>II</b>	<b>Les mécanismes de l'influence de l'endettement public sur les accords monétaires</b>	<b>207</b>
<b>1</b>	<b>Les facteurs traditionnels</b>	<b>211</b>
I	L'impossible maintien du régime d'étalon de change-or . . . . .	213
I.1	De multiples raisons . . . . .	213
I.1.1	Les fragilités d'un étalon de change . . . . .	213
I.1.2	Les déséquilibres des parités de change . . . . .	214

	I.1.3	Des mécanismes de régulation altérés . . . . .	215
	I.2	L'étalon de change-or et les triangles des incompatibilités . . . . .	218
	I.2.1	Le triangle des incompatibilités économiques . . . . .	218
	I.2.2	Le triangle des incompatibilités politiques . . . . .	220
	I.2.3	Un dépassement possible de ces incompatibilités, la formation d'accords monétaires crédibles . . . . .	223
II		La nécessité d'abandonner une contrainte . . . . .	225
	II.1	Sortir du triangle des incompatibilités . . . . .	225
	II.1.1	L'abandon d'une contrainte une condition nécessaire mais non suffisante . . . . .	225
	II.1.2	La nécessité de mener des politiques expansionnistes . . . . .	229
	II.2	Les déterminants de l'abandon de l'étalon de change-or . . . . .	234
	II.2.1	L'importance des facteurs politiques . . . . .	234
	II.2.2	L'importance des facteurs économiques . . . . .	239
	II.2.3	L'analyse de l'abandon de l'or à travers les différents modèles de crises de change . . . . .	244
	II.3	Le choix d'une contrainte à abandonner . . . . .	248
	II.3.1	Dévaluation ou contrôle des capitaux . . . . .	249
	II.3.1.1	Le choix de la dévaluation . . . . .	249
	II.3.1.2	Le choix du contrôle des changes . . . . .	250
	II.3.1.3	Dévaluation et contrôle des changes . . . . .	252
	II.3.1.4	Le recours au protectionnisme, une alternative à l'abandon de l'étalon-or . . . . .	252
<b>2</b>		<b>le rôle de l'endettement public</b>	<b>259</b>
I		Défauts généralisés au cours de la grande dépression . . . . .	261
	I.1	La dette publique, définitions et ampleurs . . . . .	261
	I.1.1	Différentes formes d'endettement, définitions. . . . .	261
	I.1.2	Importance du financement par endettement au cours de l'entre-deux-guerres, dette interne et dette externe . . . . .	262
	I.1.2.1	Le cas de l'endettement externe . . . . .	263
	I.1.2.2	L'importance relative de la dette intérieure . . . . .	265
	I.2	Les défauts au cours de la crise . . . . .	267
	I.2.1	Différentes façons de faire défaut . . . . .	267
	I.2.2	Description des défauts . . . . .	271
	I.3	Causes et conséquences de ces défauts dans la littérature . . . . .	273
	I.3.1	Excès de financement de mauvaise qualité . . . . .	273
	I.3.2	L'importance du choc externe . . . . .	276
	I.3.3	Les facteurs politiques et nationaux . . . . .	278
	I.3.4	Conséquence de ces défauts . . . . .	278
	I.3.4.1	Pour les emprunteurs. . . . .	278
	I.3.4.2	Pour les créiteurs. . . . .	279
II		Crises monétaires et crises d'endettement . . . . .	280
	II.1	Les crises économiques, facteur d'augmentation de l'endettement . . . . .	281
	II.2	Les dettes et les crises monétaires . . . . .	287
	II.3	Crise de la dette et sortie de l'étalon-or . . . . .	297
	II.3.1	La grande dépression, endettement et sortie de l'étalon-or . . . . .	297

II.3.2	Type d'endettement et choix de la contrainte à abandonner	299
II.3.3	Le cas de la France . . . . .	300
II.3.3.1	Une entrée tardive en crise . . . . .	300
II.3.3.2	Les déficits budgétaires . . . . .	302
II.3.3.3	Hausse de la dette et problème de financement . .	303
II.3.3.4	Du Front populaire à la guerre, l'acceptation des déficits . . . . .	307
III	Dette publique et abandon de l'étalon de change-or, une analyse de durée .	311
III.1	Les données . . . . .	312
III.2	Le modèle économétrique . . . . .	317
III.2.1	Traitement des données censurées et tronquées . . . . .	317
III.2.2	La spécification des modèles de durée appliquée à l'étalon-or	317
III.2.3	L'algorithme d'estimation et de transformation des données	318
III.2.4	Démarche suivie pour obtenir ces résultats . . . . .	320
<b>3</b>	<b>Les blocs des années trente</b>	<b>323</b>
I	L'apparition de différents blocs . . . . .	325
I.1	Les blocs monétaires . . . . .	325
I.1.1	Le bloc sterling . . . . .	326
I.1.2	Le bloc reichsmark . . . . .	329
I.1.3	Le bloc-or . . . . .	332
I.1.4	Un bloc dollar ? . . . . .	334
I.2	Les blocs commerciaux . . . . .	338
I.2.1	Le Commonwealth . . . . .	340
I.2.2	Le bloc commercial allemand . . . . .	342
I.2.3	Le bloc-or, un effort commercial limité . . . . .	345
I.2.4	D'autres accords commerciaux . . . . .	347
II	Les facteurs de regroupement en blocs . . . . .	348
II.1	La crédibilité des accords monétaires : différentes conceptions . . .	349
II.1.1	La théorie des zones monétaires optimales . . . . .	349
II.1.2	La monnaie, expression d'un pouvoir politique . . . . .	356
II.1.3	Les réponses de l'histoire . . . . .	357
II.2	La crédibilité des accords monétaires, le cas des années trente . . .	363
II.2.1	Le rôle des variables économiques . . . . .	363
II.2.2	Le rôle des variables politiques . . . . .	369
	<b>Conclusion générale</b>	<b>373</b>
	<b>Liste des tableaux</b>	<b>377</b>
	<b>Liste des illustrations</b>	<b>379</b>
	<b>Table des matières</b>	<b>381</b>
	<b>Bibliographie</b>	<b>387</b>
	<b>A Bibliographie</b>	<b>387</b>



ANNEXE A

# Bibliographie

---



BIBLIO Corrigée 10/08 mise en forme LATEX

ABBAS, S. A., L. BLATTNER, M. DE BROECK, A. EL-GANAINY, M. HU (2014). Sovereign Debt Composition in Advanced Economies : A Historical Perspective. *IMF Working Paper*, No. 14/162. International Monetary Fund.

ABBAS, S. A., N. BELHOCINE, A. EL-GANAINY, M. HORTON (2010). A Historical Public Debt Database. *IMF Working Papers*, No. 10/245.

ABBAS, S. A., N. BELHOCINE, A. EL-GANAINY, M. HORTON (2011). Historical Patterns and Dynamics of Public Debt, Evidence From a New Database. *IMF Economic Review*, 59(4), p. 717-742.

ACCOMINOTTI, O. (2009). The Sterling Trap : Foreign Reserves Management at the Bank of France, 1928-1936. *European Review of Economic History*. 13(3), p. 349-376.

ACCOMINOTTI, O. (2012a). Asymmetric Propagation of Financial Crises during the Great Depression. In Modern and comparative economic history seminar, 26 January 2012, London School of Economics and Political Science, London, UK. (Unpublished)

ACCOMINOTTI, O. (2012b). London Merchant Banks, the Central European Panic, and the Sterling Crisis of 1931. *The Journal of Economic History*. 72(01), p. 1-43.

ACCOMINOTTI, O., B. EICHENGREEN (2013). The Mother of All Sudden Stops : Capital Flows and Reversals in Europe, 1919-1932. *NBER Working Papers*, No. 19580. National Bureau of Economic Research.

ACCOMINOTTI, O., M. FLANDREAU (2008). Bilateral Treaties and the Most-favored-nation Clause : the Myth of Trade Liberalization in the Nineteenth Century. *World Politics*. 60(02), p. 147-188.

ACCOMINOTTI, O., M. FLANDREAU, R. REZZIK (2011). The Spread of Empire : Clio and the Measurement of Colonial Borrowing Costs. *The Economic History Review*, 64(2), p. 385-407.

ADDA, J. (2012). *La mondialisation de l'économie : de la genèse à la crise*. Paris : La Découverte, « Grands Repères ».

AGLIETTA, M. (1990). Intégration financière et régime monétaire sous l'étalon-or. *Revue d'Economie Financière*, 14(2), p. 25-51.

AGLIETTA, M. (2008). Les crises financières : plus ça change, plus c'est la même chose. *Revue d'Economie Financière*, Numéro hors-série, p. 39-45.

AGLIETTA, M., T. BRAND (2013). *Un New Deal pour l'Europe*. Paris : Odile Jacob.

AIGINGER, K. (2009). The Current Economic Crisis : Causes, Cures and Consequences. *WIFO Working Papers*, No. 431, Österreichisches Institut für Wirtschaftsforschung.

AIZENMAN, J. (2010). The Impossible Trinity (aka The Policy Trilemma). Santa Cruz Department of Economics, *Working Paper Series*.

AKERLOF, G. (1970). The Market for « Lemons » : Quality, Uncertainty and the Market Mechanism. *The Quarterly Journal of Economics*, 84(3), p. 488-500.

AKERLOF, G., R. SHILLER (2013). *Les esprits animaux : comment les forces psychologiques mènent la finance et l'économie*. Paris : Flammarion, « Champs essais ».

- ALDCROFT, D. (1977). *From Versailles to Wall Street, 1919-1929*. Berkeley : University of California Press.
- ALESINA, A., R. BARRO (2002). Currency Unions. *The Quarterly Journal of Economics*, 117(2), p. 409-436.
- ALESINA, A., A. DRAZEN (1991). Why Are Stabilizations Delayed? *The American Economic Review*, 81(5), p. 1170-1188.
- ALESINA, A., V. GRILLI, G. MILESI-FERRETTI (1993). The Political Economy of Capital Controls. *NBER Working Papers*, No. 4353.
- ALESINA, A., A. PRATI, G. TABELLINI (1990). Public Confidence and Debt Management : A Model and a Case Study of Italy. In R. Dornbusch and M. Draghi (eds.), *Public Debt Management : Theory and History*. Cambridge : Cambridge University Press, p. 94-118.
- ALLISON, P. D. (1984). Discrete-Time Methods for the Analysis of Event Histories. (S. F.-B. Publishers, Ed.) *Sociological methodology*, p. 61-97.
- ALMUNIA, M., A. BENETRIX, B. EICHENGREEN, K. O'ROURKE, G. RUA (2010). From Great Depression to Great Credit Crisis : Similarities, Differences and Lessons. *Economic Policy*, 25(62), p. 219-265.
- ARTIS, M. (2006). What do We Now Know About Currency Unions? *Economie Internationale*, 107, p. 9-28.
- ARELLANO, C., N. KOCHERLAKOTA (2014). Internal Debt Crises and Sovereign Defaults. *Journal of Monetary Economics*, 68(S), p. S68-S80.
- ARRIBAS, I., F. PÉREZ, E. TORTOSA-AUSINA (2009). Measuring Globalization of International Trade : Theory and Evidence. *World Development*, 37(1), p. 127-145.
- ASKENAZY, P. (2011). *Les décennies aveugles : emploi et croissance, 1970-2010*. Paris : Seuil.
- ASSELAIN, J-Ch. (1966). La semaine de 40 heures, le chômage et l'emploi. *Le Mouvement social*, 54 (janvier-mars), p. 183-204.
- ASSELAIN, J-Ch. (1974). Une erreur de politique économique : la loi des quarante heures de 1936. *Revue Economique*, 25(4), p. 672-705.
- ASSELAIN, J-Ch. (1984). *Histoire économique de la France du XVIIIe siècle à nos jours*. Paris : Seuil, 2 vol.
- ASSELAIN, J-Ch. (1985). *Histoire économique : de la révolution industrielle à la Première Guerre mondiale*. Paris : Dalloz et Presses de la Fondation nationale des sciences politiques.
- ASSELAIN, J-Ch. (1994). Faut-il défendre la croissance ouverte ? Postface de : P. Bairoch, *Mythes et paradoxes de l'histoire économique*. Paris : La Découverte, p. 242-260.
- ASSELAIN, J-Ch. (1995). *Histoire économique du XXe siècle, tome 1, La montée de l'État (1914-1939)*. Paris : Dalloz et Presses de la Fondation nationale des sciences politiques.
- ASSELAIN, J-Ch. (1996). Croissance économique et retournements de tendance au 20e siècle : une mise en perspective de la « crise » actuelle. *Vingtième Siècle. Revue d'histoire*, 52 (octobre-décembre), p. 7-30.



- ASSELAIN, J-Ch., BATOU, J. (2000). Introduction. *Revue économique*, 51(2), p. 185-193.
- ASSELAIN, J-Ch., B. BLANCHETON (2000). L'identité monétaire européenne en perspective historique, monnaies fortes, monnaies faibles des années 1830 aux années 1930. Projet de communication pour les 17e Journées d'Economie Monétaire et Bancaire, GDR Economie Monétaire et Financière, Lisbonne 7, 8 et 9 juin 2000.
- ASSELAIN, J-Ch., B. BLANCHETON, C. BORDES, M. A. SÉNÉGAS (2002). L'inflation française de 1922-1926 : les enseignements de la FTPL en perspective historique. *Economies et sociétés*, 36(2), p. 305-325.
- ASSELAIN, J-Ch., P. DELFAUD, P. GUILLAUME, S. GUILLAUME, J-P. KINTZ, F. MOUGEL (2000). *Précis d'histoire européenne. XIXe-XXe siècle*. Paris : Armand Colin.
- AWALT, G. (1969). Recollections of the Banking Crisis in 1933. *Business History Review*, 43(3), p. 347-371.
- AZARIADIS, C. (1975). Implicit Contracts and Underemployment Equilibria. *Journal of Political Economy*, 83(6), p. 1183-1202.
- BAGEHOT, W. (1873). *Lombard Street : A Description of the Money Market*. London : H. S. King & Co.
- BAINVILLE, J. (1920). *Les conséquences politiques de la paix*. Paris : Nouvelle librairie nationale.
- BAIROCH, P. (1997). *Victoires et déboires. Histoire économique et sociale du monde du XVIe siècle à nos jours*, Paris : Gallimard, « Folio Histoire », 3 vol.
- BAIROCH, P. (1993, [1999]). *Mythes et paradoxes de l'histoire économique*. Paris : La Découverte et Syros (1re éd. 1993).
- BAIROCH, P. (2002). Les principales composantes économiques de la mondialisation dans une perspective historique. Mythes et réalités. *Economie appliquée*, 55(2), p. 39-76.
- BAIROCH, P., R. KOZUL-WRIGHT (1996). Globalization Myths : Some Historical Reflections on Integration, Industrialization and Growth in the World Economy. *UNCTAD Discussion Paper*, No. 113. United Nations Conference on Trade and Development.
- BALDERSTON, T. (1977). The German Business Cycle in the 1920's : A Comment. *The Economic History Review*, 30(1), p. 159-161.
- BALDERSTON, T. (1983). The Beginning of the Depression in Germany, 1927-30 : Investment and the Capital Market. *The Economic History Review*, 36(3), p. 395-415.
- BALDERSTON, T. (1989). War Finance and Inflation in Britain and Germany, 1914-1918. *The Economic History Review*, 42(2), p. 222-244.
- BALDWIN, R. (2006). Multilateralising Regionalism : Spaghetti Bowls as Building Blocs on the Path to Global Free Trade. *The World Economy*, 29(11), p. 1451-1518.
- BALDWIN, R. (2011). 21st Century Regionalism : Filling the Gap between 21st Century Trade and 20th Century Trade Rules. *WTO Staff Working Paper*, No. ERSD-2011-08. World Trade Organization.
- BALDWIN, R., P. MARTIN (1999). Two Waves of Globalisation : Superficial Similarities, Fundamental Differences. *NBER Working Papers*, No. 6904.

- BARIGOZZI, M., G. FAGIOLO, G. MANGIONI (2011). Identifying the Community Structure of the International-Trade Multi Network. *Physica A : Statistical Mechanics and its Applications*, 390(11), p. 2051-2066.
- BARRO, R. (1974). Are Government Bonds Net Wealth? *Journal of Political Economy*, 82(6), p. 1095-1117.
- BARRO, R. (1991). Economic Growth in a Cross Section of Countries. *The Quarterly Journal of Economics*, 106(2), p. 407-443.
- BARRO, R., D. GORDON (1983a). Rules, Discretion and Reputation in a Model of Monetary Policy. *Journal of Monetary Economics*, 12(1), p. 101-121.
- BARRO, R., D. GORDON (1983b). A Positive Theory of Monetary Policy in a Natural Rate Model. *Journal of Political Economy*, 91(4), p. 589-610.
- BARRO, R., S. TENREYRO (2007). Economic Effects of Currency Unions. *Economic Inquiry*, 45(1), p. 1-23.
- BARRO, R., J. URSUA (2008). Macroeconomic Crises Since 1870. *NBER Working Paper*, No. 13940.
- BATOU, J., T. DAVID (2002). Les deux mondialisations du XXe siècle : de 1900 à l'an 2000. *Economie appliquée*, 55(2), p. 7-37.
- BAUER, C., B. HERZ, V. KARB (2003). The Other Twins : Currency and Debt Crises. *Jahrbuch für Wirtschaftswissenschaften / Review of Economics*, 54(3), p. 248-267.
- BAVEREZ, N. (1991). Chômage des années 1930, chômage des années 1980. *Le Mouvement social*, 154 (janvier-mars), p. 103-130.
- BAYOUMI, T. (1990). Saving-Investment Correlations : Immobile Capital, Government Policy, or Endogenous Behavior? *IMF Staff Papers*, 37(2), p. 360-387.
- BAYOUMI, T., B. EICHENGREEN, B. (1996). The Stability of the Gold Standard and the Evolution of the International Monetary System. In T. Bayoumi, B. Eichengreen and M. P. Taylor (eds.), *Modern Perspectives on the Gold Standard*. Cambridge : Cambridge University Press, p. 165-188.
- BEAUDRY, P., F. PORTIER (2002). The French Depression in the 1930s. *Review of Economic Dynamics*, 5(1), p. 73-99.
- BECUWE, S., B. BLANCHETON (2011). Le commerce international de la France dans la première mondialisation (1850-1913). Analyse statistique de la provenance des importations françaises. *Histoire & Mesure*, XXVI-2, p. 105-129.
- BÉNICHI, R. (2003). *Histoire de la mondialisation*. Paris : Vuibert.
- BENIGNO, P., A. MISSALE (2004). High Public Debt in Currency Crises : Fundamentals Versus Signaling Effects. *Journal of International Money and Finance*, 23(2), p. 165-188.
- BERGER, S. (2003). *Notre première mondialisation : leçons d'un échec oublié*. Paris : Seuil.
- BERNANKE, B. S. (2000). *Essays on the Great Depression*. Princeton : Princeton University Press.
- BERNANKE, B. S. (2005). Remarks by Governor Ben S. Bernanke : The Global Saving

Glut and the U.S. Current Account Deficit. The Sandridge Lecture, Virginia Association of Economists, Richmond, Virginia (March 10).

BERNANKE, B. S., I.MIHOV (2000). Deflation and Monetary Contraction in the Great Depression : An Analysis by Simple Ratios. In B.S. BERNANKE, *Essays on the Great Depression*. Princeton : Princeton University Press, p108-160.

BETBÈZE, J-P., C. BORDES, J. COUPPEY-SOUBEYRAN, D. PLIHON (2011). Banques centrales et stabilité financière. *Rapport du Conseil d'Analyse Économique*, 96.

BHAGWATI, J. (1990). *Protectionnisme*. Paris : Dunod.

BHAGWATI, J. (1998). The Capital Myth : The Difference between Trade in Widgets and Dollars. *Foreign Affairs*, 77(3), p. 7-12.

BHATTACHARYA, K., G. MUKHERJEE, J. SARAMÄKI , K. KASKI, S. S. MANNA (2008). The International Trade Network : Weighted Network Analysis and Modelling. *Journal of Statistical Mechanics : Theory and Experiment*, 2008(02), P02002.

BIASUTTI, J-P., L. BRAQUET (2012). *Comprendre la dette publique*. Paris : Bréal, « Thèmes et Débats ».

BILLINGS, M., F. CAPIE (2011). Financial Crisis, Contagion, and the British Banking System between the World Wars. *Business History*, 53(2), p. 193-215.

BILSON, J. (1978). The Current Experience with Floating Exchange Rates : An Appraisal of the Monetary Approach. *The American Economic Review*, 68(2), pp. 392-397.

BLANCHARD, O. (2007). Adjustment within the Euro. The Difficult Case of Portugal. *Portuguese Economic Journal*, 6(1), p. 1-21.

BLANCHARD, O., G. DELL'ARICCIA, P. MAURO (2010). Rethinking Macroeconomic Policy. *Journal of Money, Credit and Banking*, 42(s1), p. 199-215.

BLANCHARD, O., L. SUMMERS (1988). Beyond the Natural Rate Hypothesis. *The American Economic Review*, 78(2), p. 182-187.

BLANCHETON, B. (1997). La stabilisation Poincaré est-elle à l'origine d'une récession ? Les malentendus d'une controverse. *Histoire, économie et société*, 16(4), p. 709-741.

BLANCHETON, B. (2001). *Le Pape et l'Empereur : la Banque de France, la direction du Trésor et la politique monétaire de la France (1914-1928)* . Paris : Albin Michel.

BLANCHETON, B. (2012). La crise financière en tant que révélateur des difficultés structurelles de notre époque. *La revue du Financier*, 197, p. 4-6.

BLANCHETON, B. (2012). The False Balance Sheets of the Bank of France and the Origins of the Franc Crisis, 1924-26. *Accounting History Review*, 22(1), p. 1-22.

BLANCHETON, B. (2015). Central Bank Independence in a Historical Perspective. Myth, Lessons and a New Model. *Economic Modelling*, à paraître.

BLANCHETON, B., C. BADARAU-SEMENESCU (2012). Les enjeux budgétaires de la crise financière. *La Revue du Financier*, 197, p. 7-19.

BLANCHETON, B., C. BORDES, S. MAVEYRAUD, P. ROUS (2012). Risk of Liquidity and Contagion of the Crisis on the United States, United Kingdom and Euro Zone Money Markets. *International Journal of Finance & Economics*, 17(2), p. 124-146.

- BLANCHETON, B., S. MAVEYRAUD (2009). Les indicateurs d'intégration financière internationale : un faisceau de mesures convergent. In B. Blancheton et H. Bonin (dir.), *La croissance en économie ouverte (XVIIIe-XXIe siècles). Hommages à Jean-Charles Asselain*. Bruxelles : Peter Lang, p. 403-426.
- BLANCHETON, B., S. MAVEYRAUD (2009). French Exchange Rate Management in the 1920s. *Financial History Review*, 16(2), pp. 183-201.
- BLATTMAN, C., M. CLEMENS, J. WILLIAMSON (2003). Who Protected and Why? Tariffs the World Around 1870-1938. *Harvard Institute of Economic Research Working Papers*, No. 2010.
- BLOOMFIELD, A. (1959). *Monetary Policy Under the International Gold Standard*. New York : Federal Reserve Bank of New York.
- BOISSIEU de, C. (2010). De la crise financière à la guerre des monnaies. *Questions internationales*, 43(mai-juin), p. 44-49.
- BORDES, C. (2007). *La politique monétaire*. Paris : La Découverte, « Repères ».
- BORDES, C. (2012a). La BCE a-t-elle bien géré la crise ? *Regards croisés sur l'économie*, 11, p. 57-65.
- BORDES, C. (2012b). La Banque Centrale Européenne en action au cours de la crise. *Revue du Financier*, 34 (197), p. 47-64.
- BORDES, C., L. CLERC (2010). L'art du central banking de la BCE et le principe de séparation. *Revue d'économie politique*, 120, p. 269-302.
- BORDES, C., L. CLERC (2011). La BCE : quel(s) scénario(s) de sortie de crise ? *Revue d'économie financière*, 103, p. 117-144.
- BORDES, C., L. CLERC (2013). The ECB's Separation Principle : Does it « Rule OK » ? From Policy Rule to Stop-and-Go. *Oxford Economic Papers*, 65(1), p. 66-91.
- BORDES, C. (2015). Les *spillovers* globaux de la liquidité. *Revue d'économie financière*, 119, p. 183-214.
- BORDO, M. (1984). The Gold Standard : The Traditional Approach. In M. Bordo and A. Schwartz (eds.), *A Retrospective on the Classical Gold Standard, 1821-1931*. Chicago : University of Chicago Press, p. 23-199.
- BORDO, M. (1999). The Gold Standard : Theory. In M. Bordo (ed.), *The Gold Standard and Related Regimes : Collected Essays*. Cambridge : Cambridge University Press, p. 27-38.
- BORDO, M. (2003). The Globalization of International Financial Markets : What Can History Teach Us ? In L. Auernheimer (ed.), *International Financial Markets : The Challenge of Globalization*. Chicago : University of Chicago Press.
- BORDO, M. (2003). Exchange Rate Regime Choice in Historical Perspective. *NBER Working Papers*, No. 9654.
- BORDO, M. (2008). An Historical Perspective on the Crisis of 2007-2008. *NBER Working Papers*, No. 14569.
- BORDO, M. (2012). Under What Circumstances Can Inflation Be a Solution to Excessive National Debt : Some Lessons from History ? *Conference on Paper Money-State financing-*

*Inflation*. Deutsche Bundesbank, November.

BORDO, M., E. CHOUDHRI, A. J. SCHWARTZ (1995). Could Stable Money Have Averted the Great Contraction? *Economic Inquiry*, 33(3), p. 484-505.

BORDO, M., E. CHOUDHRI, A. J. SCHWARTZ (2002). Was Expansionary Monetary Policy Feasible During the Great Contraction? An Examination of the Gold Standard Constraint. *Explorations in Economic History*, 39(1), p. 1-28.

BORDO, M., M. EDELSTEIN, H. ROCKOFF (1999). Was Adherence to the Gold Standard a « Good Housekeeping Seal of Approval » During the Interwar Period? *NBER Working Papers*, No. 7186.

BORDO, M., B. EICHENGREEN (1998). The Rise and Fall of a Barbarous Relic : The Role of Gold in the International Monetary System. *NBER Working Papers*, No. 6436.

BORDO, M., B. EICHENGREEN, D. IRWIN (1999). Is Globalization Today Really Different than Globalization a Hundred Years Ago? *NBER Working Papers*, No. 7195.

BORDO, M., B. EICHENGREEN, J. KIM (1998). Was There Really an Earlier Period of International Financial Integration Comparable to Today? *NBER Working Papers*, No. 6738.

BORDO, M., M. FLANDREAU (2003). Core, Periphery, Exchange Rate Regimes, and Globalization. In M. Bordo, A. M. Taylor, and J. G. Williamson (eds.), *Globalization in Historical Perspective*. Chicago : University of Chicago Press, p. 417-472.

BORDO, M., P-C. HAUTCOEUR (2007). Why Didn't France Follow the British Stabilization after World War One? *European Review of Economic History*, 11(1), p. 3-37.

BORDO, M., H. JAMES (2008). A Long Term Perspective on the Euro. *NBER Working Papers*, No. 13815.

BORDO, M., H. JAMES (2010). The Great Depression Analogy. *Financial History Review*, 17(1), p. 31-12.

BORDO, M., H. JAMES (2013). The European Crisis in the Context of Historical Trilemmas. *VoxEu*, [En ligne], 19 Octobre.

BORDO, M., H. JAMES (2014). The European Crisis in the Context of the History of Previous Financial Crises. *Journal of Macroeconomics*, 39(Part B), p. 275-284.

BORDO, M., H. JAMES (2015). Capital Flows and Domestic and International Order : Trilemmas from Macroeconomics to Political Economy and International Relations. *NBER Working Papers*, No. 21017.

BORDO, M., L. JONUNG (1999). The Future of EMU : What Does the History of Monetary Unions Tell Us? *NBER Working Papers*, No. 7365.

BORDO, M., L. JONUNG (2001). A Return to the Convertibility Principle? Monetary and Fiscal Regimes in Historical Perspective : The International Evidence. In A. Leijonhufvud (ed.), *Monetary Theory and Policy Experience*. New York : Palgrave Macmillan.

BORDO, M., F. KYDLAND (1995). The Gold Standard as a Rule : An Essay in Exploration. *Explorations in Economic History*, 32(4), p. 423-464.

BORDO, M., F. KYDLAND (1996). The Gold Standard as a Commitment Mechanism. In T. Bayoumi, B. Eichengreen, and M. P. Taylor (eds.), *Modern Perspectives on the Gold*



*Standard*. Cambridge : Cambridge University Press, p. 55-100.

BORDO, M., J. LANDON-LANE (2010a). The Global Financial Crisis : Is it Unprecedented ? *NBER Working Papers*, No. 16589.

BORDO, M., J. LANDON-LANE (2010b). The Lessons from the Banking Panics in the United States in the 1930s and for the Financial Crisis of 2007-2008. *NBER Working Papers*, No. 16365.

BORDO, M., R. MACDONALD, R. (1997). Violations of the « Rules of the Game » and the Credibility of the Classical Gold Standard, 1880-1914. *NBER Working Papers*, No. 6115.

BORDO, M., R. MACDONALD (2003). The Inter-War Gold Exchange Standard : Credibility and Monetary Independence. *Journal of International Money and Finance*, 22(1), p. 1-32.

BORDO, M., R. MACDONALD (2005). Interest Rate Interactions in the Classical Gold Standard, 1880-1914 : Was There Any Monetary Independence ? *Journal of Monetary Economics*, 52(2), p. 307-327.

BORDO, M., A. MARKIEWICZ, L. JONUNG (2011). A Fiscal Union for the Euro : Some Lessons from History. *NBER Working Papers*, No. 17380.

BORDO, M., C. MEISSNER (2006). The Role of Foreign Currency Debt in Financial Crises : 1880-1913 Versus 1972-1997. *Journal of Banking & Finance*, 30(12), p. 3299-3329.

BORDO, M., C. MEISSNER (2007). Foreign Capital and Economic Growth in the First Era of Globalization. *NBER Working Papers*, No. 13577.

BORDO, M., C. MEISSNER, D. STUCKLER (2010). Foreign Currency Debt, Financial Crises and Economic Growth : A Long-Run View. *Journal of International Money and Finance*, 29(4), p. 642-665.

BORDO, M., A. MURSHID (2001). *International Financial Contagion*. Springer US.

BORDO, M., H. ROCKOFF (1996). The Gold Standard as a « Good Housekeeping Seal of Approval ». *The Journal of Economic History*, 56 (2), p. 389-428.

BORDO, M., A. J. SCHWARTZ (1984). *A Retrospective on the Classical Gold Standard, 1821-1931*. Chicago : University of Chicago Press.

BORDO, M., A. J. SCHWARTZ (1994). The Specie Standard as a Contingent Rule : Some Evidence for Core and Peripheral Countries, 1880-1990. *NBER Working Papers*, No. 4860.

BORDO, M., A. J. SCHWARTZ (1999). The Operation of the Specie Standard : Evidence for Core and Peripheral Countries, 1880-1990. In M. Bordo (ed.), *The Gold Standard and Related Regimes : Collected Essays*. Cambridge : Cambridge University Press, p. 238-317.

BORDO, M., A. M. TAYLOR, J. WILLIAMSON (eds.) (2003). *Globalization in Historical Perspective*. Chicago : University of Chicago Press.

BORIO, C., H. JAMES, H. SHIN (2014). The International Monetary and Financial System : A Capital Account Historical Perspective. *BIS Working Papers*, No. 457. Bank for International Settlements.

BOUËT, A. (1998). *Le protectionnisme : analyse économique*. Paris : Vuibert.

- BOUVIER, J. (1965). L'appareil conceptuel dans l'histoire économique contemporaine. *Revue économique*, 16(1), p. 1-17.
- BOUVIER, J. (1966). Un débat toujours ouvert : la politique économique du Front Populaire. *Le Mouvement social*, 54 (janvier-mars), p. 175-181.
- BOUVIER, J. (1987). Libres propos autour d'une démarche révisionniste. In P. Fridenson et A. Straus (dir.), *Le capitalisme français, XIXe et XXe siècle, blocage et dynamisme d'une croissance*. Paris : Fayard, p. 11-27.
- BOYCE, R. (2010). The Significance of 1931 for British Imperial and International History. *Histoire@Politique. Politique, culture, société*, 11(2).
- BOYER, R. (1989). Economie et histoire : vers de nouvelles alliances ? *Annales. Economies, Sociétés, Civilisations*, 44(6), p. 1397-1426.
- BOYER, R. (1991). Le particularisme français revisité : la crise des années trente à la lumière de recherches récentes. *Le Mouvement Social*, 154 (janvier-mars), p. 207-243.
- BRAUDEL, F. (1950). Pour une économie historique. *Revue économique*, 1(1), pp. 37-44.
- BRAUDEL, F. (1958). Histoire et sciences sociales : La longue durée. *Annales. Economies, Sociétés, Civilisations*, 13(4), p. 725-753.
- BRAUDEL, F. (1985). *La dynamique du capitalisme*. Paris : Flammarion, «Champs ».
- BRAUDEL, F. (1986). *L'identité de la France*. Paris : Arthaud, 3 vol.
- BRENDER, A., F. PISANI (2007). *Les déséquilibres financiers internationaux*. Paris : La Découverte, « Repères ».
- BRENDER, A., F. PISANI (2009). *La crise de la finance globalisée*. Paris : La Découverte, « Repères ».
- BRENDER, A., F. PISANI, E. GAGNA (2012). *La crise des dettes souveraines*. Paris : La Découverte, « Repères ».
- BROADBERRY, S., M. HARRISON (2005). The Economics of World War I : An Overview. In S. Broadberry and M. Harrison (eds.), *The Economics of World War I*. Cambridge : Cambridge University Press, p. 3-40.
- BROADBERRY, S., P. HOWLETT (2005). The United Kingdom During World War I : Business as Usual ? In S. Broadberry and M. Harrison (eds.), *The Economics of World War I*. Cambridge : Cambridge University Press, p. 206-234.
- BRODER, A. (2000). Les investissements internationaux européens : Réflexions sur la valeur analytique des quantifications. *Revue économique*, 51(2), p. 245-256.
- BROZ, L. (2000). The Domestic Politics of International Monetary Order : The Gold Standard. In J. Frieden, D. Lake (eds.), *International Political Economy : Perspectives on Global Power and Wealth*, 4e édition, New York, St Martin's Press, p. 199-219.
- BRUNNER, K., A. MELTZER (1968). What Did We Learn from the Monetary Experience of the United States in the Great Depression ? *The Canadian Journal of Economics*, 1(2), p. 334-348.
- BUITER, W. (1985). A Guide to Public Sector Debt and Deficit. *Economic Policy*, 1(1), p. 14-79.

- CALOMIRIS, C. (1990). Is Deposit Insurance Necessary ? A Historical Perspective. *The Journal of Economic History*, 50(2), p. 283-295.
- CALOMIRIS, C. (1993). Financial Factors in the Great Depression. *Journal of Economic Perspectives*, 7(2), p. 61-85.
- CALOMIRIS, C., J. MASON (2000). Causes of U.S. Bank Distress During the Depression. *NBER Working Papers*, No. 7919.
- CALOMIRIS, C., J. MASON (2003a). Consequences of Bank Distress During the Great Depression. *The American Economic Review*, 93(3), p. 937-947.
- CALOMIRIS, C., J. MASON (2003b). Fundamentals, Panics and Bank Distress During the Depression. *The American Economic Review*, 93 (5), p. 1615-1647.
- CALOMIRIS, C., D. WHEELOCK, D. (1998). Was the Great Depression a Watershed for American Monetary Policy ? In M. Bordo, C. Goldin, E. N. White (eds.), *The Defining Moment : The Great Depression and the American Economy in the Twentieth Century*. Chicago : University of Chicago Press, p. 23-66.
- CALVO, G. (1978). On the Time Consistency of Optimal Policy in a Monetary Economy. *Econometrica*, 46(6), p. 1411-1428.
- CALVO, G. (1988). Servicing the Public Debt : The Role of Expectations. *The American Economic Review*, 78(4), p. 647-661.
- CALVO, G. (2006). Monetary Policy Challenges in Emerging Markets : Sudden Stop, Liability Dollarization, and Lender of Last Resort. *NBER Working Papers*, No. 12788.
- CALVO, G., C. REINHART (2000). Fear of Floating. *The Quarterly Journal of Economics*, 117(2), p. 379-408.
- CALVO, G., C. REINHART (2000). Fixing for Your Life. *NBER Working Paper*, No. 8006.
- CAMERON, R. (1961). *France and the Economic Development of Europe, 1800-1914*. Princeton : Princeton University Press.
- CAMPA, J. M. (1990). Exchange Rates and Economic Recovery in the 1930s : An Extension to Latin America. *The Journal of Economic History*, 50(3), p. 677-682.
- CAPIE, F. (1978). The British Tariff and Industrial Protection in the 1930's. *The Economic History Review*, 31(3), p. 399-409.
- CAPIE, F. (1991). Effective Protection and Economic Recovery in Britain, 1932-1937. *The Economic History Review*, 44(2), p. 339-342.
- CARRÉ, J-J., P. DUBOIS, E. MALINVAUD. (1973). *Abrégé de la croissance française*. Paris : Le Seuil.
- CARRINGTON, P. J., J. SCOTT, S. WASSERMAN (2005). *Models and Methods in Social Network Analysis*. Cambridge : Cambridge University Press.
- CARTAPANIS, A. (2004). *Les marchés financiers internationaux*. Paris, La Découverte, « Repères ».
- CASSON, M. (2007). *Networks : A New Paradigm in International Business History ?* In R. Sinkovics, M. Yamin (eds.), *Anxieties and management responses in international*



- business*. Academy of International Business (UKI) Series. Palgrave Macmillan.
- CERRA, V., S. SAXE NA (2008). The Monetary Model Strikes Back : Evidence From the World. *IMF Working Papers*, No. 08/73.
- CESARANO, F. (1997). Currency Areas and Equilibrium. *Open Economies Review*, 8(1), p. 51-59.
- CÉSPÉDES, L. F., R. CHANG, A. VELASCO (2004). Balance Sheets and Exchange Rate Policy. *The American Economic Review*, 94(4), p. 1183-1193.
- CHANG, R., A. VELASCO (1998). Financial Crises in Emerging Markets. *NBER Working Paper*, No. 6606.
- CHERNYSHOFF, N., D. S. JACKS, A. M. TAYLOR (2009). Stuck on Gold : Real Exchange Rate Volatility and the Rise and Fall of the Gold Standard, 1875-1939. *Journal of International Economics*, 77(2), p. 195-205.
- CHITU, L., B. EICHENGREEN, A. MEHL (2014). History, Gravity and International Finance. *Journal of International Money and Finance*, 46, p. 104-129.
- CHITU, L., B. EICHENGREEN, A. MEHL (2014). Stability or Upheaval ? The Currency Composition of International Reserves in the Long Run. *ECB Working Paper Series*, No. 1715. European Central Bank.
- CHITU, L., B. EICHENGREEN, A. MEHL (2014). When Did the Dollar Overtake Sterling as the Leading International Currency ? Evidence from the Bond Markets. *Journal of Development Economics*, 111, p. 225-245.
- CHOUDHRI, E., L. KOCHIN (1980). The Exchange Rate and the International Transmission of Business Cycle Disturbances : Some Evidence from the Great Depression. *Journal of Money, Credit, and Banking*, 12(4), p. 565-574.
- CHOUNET, F., MAVEYRAUD, S. (2015). Corrélation des taux de change et régime d'étalon-or durant la Première Guerre mondiale. *Cahiers du Gretha*, à paraître.
- CLEMENS, M., J. G. WILLIAMSON (2004). Wealth Bias in the First Global Capital Market Boom, 1870-1913. *The Economic Journal*, 114(495), p. 304-337.
- COATSWORTH, J. H., J. G. WILLIAMSON (2002). The Roots of Latin American Protectionism : Looking Before the Great Depression. *NBER Working Papers*, No. 8999.
- COHEN, B. (1993). Beyond EMU : the Problem of Sustainability. *Economics & Politics*, 5(2), p. 187-203.
- COHEN, B. J. (1996). Phoenix Risen : The Resurrection of Global Finance. *World Politics*, 48(2), p. 268-296.
- COLLE, D. (2009). *D'un protectionnisme l'autre. La fin de la mondialisation ? Rapport Anteios 2010*. Paris : Presses Universitaires de France.
- CONYBEARE, J. (1985). Trade Wars : A Comparative Study of Anglo-Hanse, Franco-Italian, and Hawley-Smoot Conflicts. *World Politics*, 38(1), p. 147-172.
- CORSETTI, G., B. MACKOWIAK (2005). A Fiscal Perspective on Currency Crises and « Original Sin ». In B. Eichengreen and R. Hausmann (eds.), *Other People's Money : Debt Denomination and Financial Instability in Emerging Market Economies*. Chicago : The University of Chicago Press, p. 68-94.

- COUGHLIN, C., A. CHRYSTAL, G. WOOD (2000). Protectionist Trade Policies : A Survey of Theory, Evidence, and Rationale. In J. Frieden and D. Lake (eds.), *International Political Economy : Perspectives on Global Power and Wealth*, 4e éd. New York : St Martin's Press, p. 303-317.
- COUPPEY-SOUBEYRAN, J. (2012). Réformes bancaires. Chemin parcouru et pistes ouvertes. *La Revue du Financier*, 197, p. 20-31.
- COX, D. R. (1972). Regression models and life-tables (with discussions). (J. o. Society, Ed.) 34(2).
- CRABBE, L. (1989). The International Gold Standard and U.S. Monetary Policy from World War I to the New Deal. *The Federal Reserve Bulletin*, 75, p. 423-440.
- CRAFTS, N. (2014). What Does the 1930s' Experience Tell Us about the Future of the Eurozone? *JCMS : Journal of Common Market Studies*, 52(4), p. 713-727.
- CRAFTS, N., P. FEARON (2010). Lessons from the 1930s Great Depression. *Oxford Review of Economic Policy*, 26(3), p. 285-317.
- DAM, K. (1985). *Le système monétaire international*. Paris : Presses Universitaires de France.
- DAMETTE, O., A. PARENT (2014). Did the Fed Follow an Implicit McCallum Rule During the Great Depression ? *Economic Modelling*.
- DEBEIR, J-C. (1980). Inflation et stabilisation en France (1919-1928). *Revue économique*, 31(4), p. 622-647.
- DEBEIR, J-C. (1987). La Banque de France et la coopération monétaire internationale dans les années 1920. In P. Fridenson et A. Straus (dir.) *Le capitalisme français, XIXe et XXe siècle, blocage et dynamisme d'une croissance*. Paris : Fayard, p. 273-285.
- DE CECCO, M. (1974). *Money and Empire : The International Gold Standard, 1890-1914*. London : Blackwell.
- DE GRAUWE, P. (2006). On Monetary and Political Union. *Ifo Institute for Economic Research at the University of Munich*, 7(4), p. 3-10.
- DE GRAUWE, P. (2010). Lessons for Europe from the 1930s. *CEPS Commentaries*, 21 janvier.
- DE GRAUWE, P. (2010). The Financial Crisis and the Future of the Eurozone. *Bruges European Economic Policy Briefings*, 21, p. 1-12.
- DE GRAUWE, P. (2010). Fighting the Wrong Enem. *VoxEu*, [En ligne], publié le 19 mai 2010.
- DE GRAUWE, P. (2011). Managing a Fragile Eurozone. *CESifo Forum*, 12(2), p. 40-45.
- DE GRAUWE, P. (2012). *Economics of Monetary Union*, 9e éd., Oxford : Oxford University Press.
- DE GRAUWE, P. (2012). The Governance of a Fragile Eurozone. *Australian Economic Review*, 45(3), p. 255-268.
- DE GRAUWE, P. (2013). A Fragile Eurozone in Search of a Better Governance. *The Economic and Social Review*, 43(1), p. 1-30.

- DE GRAUWE, P., Y. JI (2014). How much Fiscal Discipline in a Monetary Union? *Journal of Macroeconomics*, 39, p. 348-360.
- DE GRAUWE, P. (2015). Secular Stagnation in the Eurozone. *VoxEU*, 30 janvier.
- DE JONG, H. (2005). Between the Devil and the Deep Blue Sea : The Dutch Economy During World War I. In S. Broadberry and M. Harrison (eds.), *The Economics of World War I*. Cambridge : Cambridge University Press, p. 137-168.
- DELAUNAY, J-M. (1984). Les crédits Urquijo et la France en guerre. In *Mélanges de la Casa de Velazquez*. Tome 20, p. 339-353.
- DE LONG, J. BRADFORD. (1990). « Liquidation » Cycles : Old-Fashioned Real Business Cycle Theory and the Great Depression. *NBER Working Papers*, No. 3546.
- De LONG, J. BRADFORD. (1998). Fiscal Policy in the Shadow of the Great Depression. In M. Bordo, C. Goldin, E. N. White (eds.), *The Defining Moment : The Great Depression and the American Economy in the Twentieth Century*. Chicago : University of Chicago Press, p. 67-86.
- DELORME R., C. ANDRÉ (1983). L'État et l'économie. In *Un essai d'explication de l'évolution des dépenses publiques en France 1870-1980*, Paris : Le Seuil.
- DIAZ ALEJANDRO, C. (1983). Stories of the 1930s for the 1980s. In P. Armella, R. Dorn-busch, M. Obstfeld (eds.), *Financial Policies and the World Capital Market : The Problem of Latin American Countries*. Chicago : University of Chicago Press, p.5-40.
- DIAZ-ALEJANDRO, C. (1985). Good-Bye Financial Repression, Hello Financial Crash. *Journal of Development Economics*, 19(1-2), p. 1-24.
- DIEBOLT, C., A. PARENT (2008). Bimetallism : The « Rules of the Game ». *Explorations in Economic History*, 45(3), p. 288-302.
- DIEBOLT, C., A. PARENT, J. TRABELSI (2012). Revisiting the 1929 Crisis : Was the Fed Pre-Keynesian? New Lessons From the Past. *Historical Social Research/Historische Sozialforschung*, p. 280-297.
- DOLLFUS, O. (2001). *La mondialisation*. Paris : Les Presses de Sciences Po.
- DOMINGUEZ, K., R. FAIR, M. SHAPIRO (1988). Forecasting the Depression : Harvard versus Yale. *The American Economic Review*, 78(4), p. 595-612.
- DOOLEY, M.P. (1996). A Survey of Academic Literature on Controls over International Capital Transactions. *IMF Staff Papers*, 43(4), p. 639-687.
- DORNBUSCH, R. (1976). Expectations and Exchange Rate Dynamics. *Journal of Political Economy*, 84(6), p. 1161-1176.
- DOWRICK, S., DELONG, J. BRADFORD (2003). Globalization and Convergence. In M. Bordo, A. M. Taylor, and J. G. Williamson (eds.), *Globalization in Historical Perspective*. Chicago : University of Chicago Press, p. 191-226.
- DREHER, A., B. HERZ, V. KARB (2006). Is There a Causal Link between Currency and Debt Crises? *International Journal of Finance & Economics*, 11(4), p. 305-325.
- DUEÑAS, M., G. FAGIOLO (2013). Modeling the International-Trade Network : A Gravity Approach. *Journal of Economic Interaction and Coordination*, 8(1), p. 155-178.

- DUFRENOT, G., K. TRIKI (2012). Why Have Governments Succeeded in Reducing French Public Debt Historically and Can These Successes Inspired Us for the Future ? An Historical Perspective since 1890. *Working Paper*, No. 386, Banque de France.
- DURAND-LASSERVE, M., A. LEBON-GARDY, L. ORIO (1996). *Monnaies et finances internationales au 20e siècle*. Paris : Dalloz-Sirey.
- EDLINGER, C., M. MERLI, A. PARENT (2013). An Optimal World Portfolio on the Eve of World War I : Was There a Bias to Investing in the New World Rather Than in Europe ? *The Journal of Economic History*, 73(02), p. 498-530.
- EGGERTSSON, G. (2008). Great Expectations and the End of the Depression. *The American Economic Review*, 98(4), p. 1476-1516.
- EICHENGREEN, B. (1986). Understanding 1921-1927 : Inflation and Economic Recovery in the 1920s. In B. Eichengreen, *Elusive Stability : Essays in the History of International Finance, 1919-1939*. Cambridge : Cambridge University Press, p. 24-56.
- EICHENGREEN, B. (1987). Conducting the International Orchestra : Bank of England Leadership under the Classical Gold Standard. *Journal of International Money and Finance*, 6(1), p. 5-29.
- EICHENGREEN, B. (1989a). The U.S. Capital Market and Foreign Lending, 1920-1955. In J. Sachs (ed.), *Developing Country Debt and the World Economy*. Chicago : University of Chicago Press, p. 237-248.
- EICHENGREEN, B. (1989b). The Political Economy of the Smoot-Hawley Tariff. *Research in Economic History*, 12, p. 1-43.
- EICHENGREEN, B. (1989c). Resolving Debt Crises : An Historical Perspective. In S. Edwards and F. Larrain (eds), *Debt, Adjustment and Recovery : Latin America's Prospects for Growth and Development*. Oxford : Basil Blackwell, p. 68-96.
- EICHENGREEN, B. (1990a). Relaxing the External Constraint : Europe in the 1930s. *NBER Working Papers*, No. 3410.
- EICHENGREEN, B. (1990b). Système financier et crise économique dans l'entre-deux-guerres. *Revue d'économie financière*, 14, p. 105-117.
- EICHENGREEN, B. (1990c). Trends and Cycles in Foreign Lending. *NBER Working Papers*, No. 3411.
- EICHENGREEN, B. (1990d). One Money for Europe ? Lessons from the US Currency Union. *Economic Policy*, 5(10), p. 117-187.
- EICHENGREEN, B. (1990e). *Elusive Stability : Essays in the History of International Finance, 1919-1939*. Cambridge : Cambridge University press.
- EICHENGREEN, B. (1991). Historical Research on International Lending and Debt. *Journal of Economic Perspectives*, 5(2), p. 149-169.
- EICHENGREEN, B. (1992). *Golden Fetters : The Gold Standard and the Great Depression 1919-1939*. Oxford : Oxford University Press.
- EICHENGREEN, B. (1994). The Endogeneity of Exchange Rate Regimes. In P. Kenen (ed.), *Understanding Interdependence*. Princeton : Princeton University Press, p. 3-33.
- EICHENGREEN, B. (1996a). A More Perfect Union ? The Logic of Economic Integration.

*Princeton Studies in International Economics*, 198.

EICHENGREEN, B. (1996b). *Globalizing Capital : A History of the International Monetary System*. Princeton : Princeton University Press.

EICHENGREEN, B. (2002). Still Fettered After All These Years. *NBER Working Papers*, No. 9276.

EICHENGREEN, B. (2003). Three Generations of Crises, Three Generations of Crisis Models. *Journal of International Money and Finance*, 22(7), p.1089-1094.

EICHENGREEN, B. (2004). Viewpoint : Understanding the Great Depression. *Canadian Journal of Economics*, 37(1), p. 1-27.

EICHENGREEN, B. (2004). The British Economy Between the Wars. In R. Floud and P. Johnson (eds.), *The Cambridge Economic History of Modern Britain : Volume 2 : Economic Maturity, 1860-1939*. Cambridge : Cambridge University Press, p. 314-343.

EICHENGREEN, B. (2008). Sui Generis EMU. *NBER Working Papers*, No. 13740.

EICHENGREEN, B. (2010). *Exorbitant Privilege : The Rise and Fall of the Dollar and the Future of the International Monetary System*. Oxford : Oxford University Press.

EICHENGREEN, B. (2010). The Breakup of the Euro Area. In A. Alesina, F. Giavazzi (eds), *Europe and the Euro*. Chicago : University of Chicago Press, p. 11-51.

EICHENGREEN, B. (2011). International Policy Coordination : The Long View. *NBER Working Papers*, No. 17665.

EICHENGREEN, B. (2011). Crisis and Growth in the Advanced Economies : What We Know, What We Do not, and What We Can Learn from the 1930s. *Comparative Economic Studies*, 53(3), p. 383-406.

EICHENGREEN, B. (2013). Currency War or International Policy Coordination ? *Journal of Policy Modeling*, 35(3), p. 425-433.

EICHENGREEN, B., M. BORDO (2002). Crises Now and Then : What Lessons from the Last Era of Financial Globalization ? *NBER Working Papers*, No. 8716.

EICHENGREEN, B., M. FLANDREAU (1985). *The Gold Standard in Theory and History*. New York : Methuen Inc.

EICHENGREEN, B., M. FLANDREAU (1996a). Blocs, Zones and Bands : International Monetary History in Light of Recent Theoretical Developments. *Scottish Journal of Political Economy*, 43(4), p. 398-418.

EICHENGREEN, B., M. FLANDREAU (1996b). The Geography of the Gold Standard. In J. Braga de Macedo, B. Eichengreen, J. Reis (eds.), *Currency Convertibility : The Gold Standard and Beyond*. London : Routledge, p. 111-143.

EICHENGREEN, B., J. FRANKEL (1995). Economic Regionalism : Evidence from Two 20th Century Episodes. *The North American Journal of Economics and Finance*, 6(2), p. 89-106.

EICHENGREEN, B., R. HAUSMANN (1999). Exchange Rates and Financial Fragility. *NBER Working Papers*, No. 7418.

EICHENGREEN, B., R. HAUSMANN, U. PANIZZA (2002). Original Sin : The Pain,



the Mystery, and the Road to Redemption. Paper prepared for the Seminar *Currency and Maturity Matchmaking : Redeeming Debt from Original Sin*, Inter-American Development Bank, Washington D.C., November 21st.

EICHENGREEN, B., R. HAUSMANN, U. PANIZZA (2005). The Pain of Original Sin. In B. Eichengreen, R. Hausmann (eds.), *Other People's Money : Debt Denomination and Financial Instability in Emerging Market Economies*. Chicago : The University of Chicago Press, p. 13-47.

EICHENGREEN, B., R. HAUSMANN, U. PANIZZA (2005). The Mystery of Original Sin. In B. Eichengreen, R. Hausmann (eds.), *Other People's Money : Debt Denomination and Financial Instability in Emerging Market Economies*. Chicago : The University of Chicago Press, p. 233-265.

EICHENGREEN, B., R. HAUSMANN, U. PANIZZA (2003). Currency Mismatches, Debt Intolerance, and Original Sin. Why They Are Not the Same and Why It Matters. In S. Edwards (ed.), *Capital Controls and Capital Flows in Emerging Economies : Policies, Practices, and Consequences*. Chicago : The University of Chicago Press, p. 121-170.

EICHENGREEN, B., D. IRWIN (1995). Trade Blocs, Currency Blocs and the Reorientation of World Trade in the 1930s. *Journal of International Economics*, 38(1), p. 1-24.

EICHENGREEN, B., D. IRWIN (1998). The Role of History in Bilateral Trade Flows. In J. A. Frankel (ed.), *The Regionalization of the World Economy*. Chicago : University of Chicago Press, p. 33-62.

EICHENGREEN, B., D. IRWIN (2010). The Slide to Protectionism in the Great Depression : Who Succumbed and Why ? *The Journal of Economic History*, 70(4), p. 871-897.

EICHENGREEN, B., H. JAMES (2003). Monetary and Financial Reform in Two Eras of Globalization. In M. Bordo, A. M. Taylor, J. G. Williamson (eds.), *Globalization in Historical Perspective*. Chicago : University of Chicago Press, p. 515-548.

EICHENGREEN, B., O. JEANNE (2000). Currency Crisis and Unemployment : Sterling in 1931. In P. Krugman (ed.), *Currency Crises*. Chicago : University of Chicago Press, p. 7-47.

EICHENGREEN, B., N. JUNG, S. MOCH, A. MODY (2014). The Eurozone Crisis : Phoenix Miracle or Lost Decade ? *Journal of Macroeconomics*, 39(PB), p. 288-308.

EICHENGREEN, B., D. LEBLANG (2003). Capital Account Liberalization and Growth : Was Mr. Mahathir Right ? *International Journal of Finance & Economics*, 8(3), p. 205-224.

EICHENGREEN, B., K. MITCHENER (2003). The Great Depression as a Credit Boom Gone Wrong. *Research in Economic History*, 22, p.183-237

EICHENGREEN, B., R. PORTES (1986). Debt and Default in the 1930's : Causes and Consequences. *European Economic Review*, 30(3), p. 599-640.

EICHENGREEN, B., R. PORTES (1988). Foreign Lending in the Interwar Years : The Bondholders' Perspective. *University of California Berkeley, Department of Economics, Working Paper*, No. 8886.

EICHENGREEN, B., R. PORTES (1989). Settling Defaults in the Era of Bond Finance. *The World Bank Economic Review*, 3(2), pp. 211-239.

- EICHENGREEN, B., R. PORTES (1990a). The Interwar Debt Crisis and Its Aftermath. *The World Bank Research Observer*, 5(1), p. 69-94.
- EICHENGREEN, B., R. PORTES (1990b). Dealing with Debt : The 1930s and the 1980s. *NBER Working Papers*, No. 2867.
- EICHENGREEN, B., J. SACHS (1985). Exchange Rates and Recovery in the 1930s. *The Journal of Economic History*, 45(4), p. 925-946.
- EICHENGREEN, B., J. SACHS (1986). Competitive Devaluation and the Great Depression : A Theoretical Reassessment. *Economics Letters*, 22(1), p. 67-71.
- EICHENGREEN, B., P. TEMIN (2000). The Gold Standard and the Great Depression. *Contemporary European History*, 9(2), p. 183-207.
- EICHENGREEN, B., P. TEMIN (2002). Afterword : Counterfactual Histories of the Great Depression. In T. Balderston (ed.), *The World Economy and National Economies in the Interwar Slump*. New York : Palgrave Macmillan, p. 211-222.
- EICHENGREEN, B., P. TEMIN (2010). Fetters of Gold and Paper. *Oxford Review of Economic Policy*, 26(3), p. 370-384.
- EICHENGREEN, B., M. WATSON, R. GROSSMAN (1985). Bank Rate Policy under the Interwar Gold Standard : a Dynamic Probit Model. *The Economic Journal*, 95, p. 725-745.
- EICHENGREEN, B., C. WYPLOSZ (1989). The Economic Consequences of the Franc Poincaré. *NBER, Working Paper*, n°2064.
- EINAUDI, L. (2000). From the Franc to the « Europe » : The Attempted Transformation of the Latin Monetary Union into a European Monetary Union, 1865-1873. *The Economic History Review*, 53(2), p. 284-308.
- ELORANTA, J., M. HARRISON (2010). War and Disintegration, 1914-1950. In S. Broadberry, K. H. O'Rourke (eds.), *The Cambridge Economic History of Modern Europe, Volume 2 : 1870 to the Present*. Cambridge : Cambridge University Press, p. 133-155.
- EPSTEIN, G., T. FERGUSON (1984). Monetary Policy, Loan Liquidation, and Industrial Conflict : The Federal Reserve and the Open Market Operations of 1932. *The Journal of Economic History*, 40(4), p. 957-983.
- EROLA, P., A. DIAZ-GUILERA, S. GOMEZ, A. ARENAS (2011). Trade Synchronization in the World Trade Web. *International Journal of Complex Systems in Science*, 1(2), p. 202-208.
- ESCOLANO, J. (2010). A Practical Guide to Public Debt Dynamics, Fiscal Sustainability, and Cyclical Adjustment of Budgetary Aggregates. *IMF Technical Notes and Manuals*, 10/02.
- ESTEVADEORDAL, A., B. FRANTZ, A. M. TAYLOR (2003). The Rise and Fall of World Trade, 1870-1939. *The Quarterly Journal of Economics*, 118(2), p. 359-407.
- ESTEVES, R., D. KHOUDOUR-CASTÉRAS (2009). A Fantastic Rain of Gold : European Migrants' Remittances and Balance of Payments Adjustment During the Gold Standard Period. *The Journal of Economic History*, 69(4), p. 951-985.
- FAGIOLO, G. (2010). The International-Trade Network : Gravity Equations and Topo-

- logical Properties. *Journal of Economic Interaction and Coordination*, 5(1), p. 1-25
- FAGIOLO, G., J. REYES, S. SCHIAVO (2009). World-Trade Web : Topological Properties, Dynamics, and Evolution. *Physical Review E*, 79(3), p. 036115.
- FAGIOLO, G., J. REYES, S. SCHIAVO (2010). International Trade and Financial Integration : A Weighted Network Analysis. *Quantitative Finance*, 10(4), p. 389-399.
- FAGIOLO, G., J. REYES, S. SCHIAVO (2010). The Evolution of the World Trade Web : A Weighted-Network Analysis. *Journal of Evolutionary Economics*, 20(4), p. 479-514.
- FAN, Y., S. REN, H. CAI, X. CUI (2014). The State's Role and Position in International Trade : A Complex Network Perspective. *Economic Modelling*, 39, p. 71-81.
- FEARON, P. (1979). *The Origins and Nature of the Great Slump, 1929-1932*. Lodon : Macmillan.
- FEIERTAG, O. (1999). Les banques d'émission et la BRI face à la dislocation de l'étalon-or (1931-1933) : l'entrée dans l'âge de la coopération monétaire internationale. *Histoire, économie et société*, 18(4), p. 715-736.
- FEIERTAG, O., A. PLESSIS (2000). Conjoncture et structures monétaires internationales en Europe à la fin des années trente : Dislocation et convergences. *Revue économique*, 51(2), p. 277-290.
- FEINSTEIN, C., P. TEMIN, G. TONIOLO (2008). *The World Economy between the World Wars*. Oxford : Oxford University Press.
- FEINSTEIN, C., K. WATSON (1995). Private International Capital Flows in Europe in the Inter-war Period. In C. Feinstein (ed.), *Banking, Currency, and Finance in Europe Between the Wars*. Oxford : Clarendon Press.
- FEIS, H. (1930). *Europe, the World's Banker, 1870-1914 : An Account of European Foreign Investment and the Connection of World Finance with Diplomacy Before the War*. New Haven : Yale University Press.
- FELDSTEIN, M. (1997). The Political Economy of the European Economic and Monetary Union : Political Sources of an Economic Liability. *Journal of Economic Perspectives*, 11(4), p. 23-42.
- FELDSTEIN, M., C. HORIOKA (1980). Domestic Savings and International Capital Flows. *The Economic Journal*, 90 (June), p. 314-329.
- FERDERER, J. P., D. ZALEWSKI (1999). To Raise the Golden Anchor ? Financial Crises and Uncertainty During the Great Depression. *The Journal of Economic History*, 59(3), p. 624-658.
- FERGUSON, N. (2006). Political Risk and the International Bond Market between the 1848 Revolution and the Outbreak of the First World War. *The Economic History Review*, 59(1), p. 70-112.
- FERGUSON, N. (2008). Earning from History ? Financial Markets and the Approach of World Wars. *Brookings Papers on Economic Activity*, 39(1), p. 431-490.
- FERGUSON, N., M. SCHULARICK (2006). The Empire Effect : The Determinants of Country Risk in the First Age of Globalization, 1880-1913. *The Journal of Economic History*, 66(2), p. 283-312.



- FERGUSON, N., M. SCHULARICK (2007). « Chimerica » and the Global Asset Market Boom. *International Finance*, 10(3), p. 215-239.
- FERGUSON, N., M. SCHULARICK, M. (2011). The End of Chimerica. *International Finance*, 14(1), p. 1-26.
- FERGUSON, N., M. SCHULARICK (2012). The « Thin Film of Gold » : Monetary Rules and Policy Credibility. *European Review of Economic History*, 16(4), p. 384-407.
- FERGUSON, T., P. TEMIN (2003). Made in Germany : The German Currency Crisis of July 1931. *Research in Economic History*, 21, p. 1-53.
- FERMANIAN, J-D. (n.d.). *Modèles de durées*. ENSAE.
- FIELD, A. (1984a). Asset Exchanges and the Transactions Demand for Money, 1919-1929. *The American Economic Review*, 74, p. 43-59.
- FIELD, A. (1984b). A New Interpretation of the Onset of the Great Depression. *The Journal of Economic History*, 44(2), p. 489-498.
- FISHER, I. (1923). Stabilization of Europe. *The American Economic Review*, 13(1), p. 76-80.
- FISHER, I. (1930). The Stock Market Panic in 1929. *Journal of the American Statistical Association*, 25(169A), p. 93-96.
- FISHER, I. (1933). The Debt-Deflation Theory of Great Depression. *Econometrica*, 1(4).
- FISHER, I. (1934). Reflation and Stabilization. *Annals of the American Academy of Political and Social Science*, 171, p. 127-131.
- FISHLOW, A. (1985). Lessons from the Past : Capital Markets During the 19th Century and the Interwar Period. *International Organization*, 39(3), p. 383-439.
- FLANDREAU, M. (1996). The French Crime of 1873 : An Essay on the Emergence of the International Gold Standard, 1870-1880. *The Journal of Economic History*, 56(4), p. 862-897.
- FLANDREAU, M. (1997). Central Bank Cooperation in Historical Perspective : A Skeptical View. *The Economic History Review*, 50(4), p. 735-763.
- FLANDREAU, M. (2000). Le début de l'histoire : globalisation financière et relations internationales. *Politique étrangère*, 65(3), p. 673-686.
- FLANDREAU, M. (2003). Crises and Punishment : Moral Hazard and the Pre-1914 International Financial Architecture. In M. Flandreau (ed.), *Money Doctors : The Experience of International Financial Advising, 1850-2000*. London : Routledge.
- FLANDREAU, M. (2003). *The Glitter of Gold : France, Bimetallism and the Making of the International Gold Standard 1848-1873*. Oxford : Oxford University Press.
- FLANDREAU, M. (2006). Home Biases, Nineteenth Century Style. *Journal of the European Economic Association*, 4(2-3), p. 634-643.
- FLANDREAU, M. (2008). Pillars of Globalization : A History of Monetary Policy Targets, 1797-1997. In A. Beyer and L. Reichlin (eds.), *The Role of Money : Money and Monetary Policy in the Twenty-First Century*. Francfort : Banque Centrale Européenne, p. 208-243.
- FLANDREAU, M., N. GAILLARD, U. PANIZZA (2010). Conflicts of Interest, Reputa-

tion, and the Interwar Debt Crisis : Banksters or Bad Luck? *CEPR Discussion Papers Series*, 7705.

FLANDREAU, M., C. JOBST (2005). The Ties that Divide : A Network Analysis of the International Monetary System, 1890-1910. *The Journal of Economic History*, 65(4), p. 977-1007.

FLANDREAU, M., J. KOMLOS (2006). Target Zones in Theory and History : Credibility, Efficiency, and Policy Autonomy. *Journal of Monetary Economics*, 53(8), p. 1979-1995.

FLANDREAU, M., J. LE CACHEUX (1996). La convergence est-elle nécessaire à la création d'une zone monétaire? Réflexions sur l'étalon-or 1880-1914. *Revue de l'OFCE*, 58(1), p. 5-41.

FLANDREAU, M., J. LE CACHEUX, J. (1997). Dettes publiques et stabilité monétaire en Europe. Les leçons de l'étalon-or. *Revue Économique*, 48(3), p. 529-538.

FLANDREAU, M., J. LE CACHEUX, F. ZUMER (1998). Stability Without a Pact? Lessons from the European Gold Standard 1880-1914. *Economic Policy*, 13(26), p. 116-162.

FLANDREAU, M., M. MAUREL (2005). Monetary Union, Trade Integration and Business Cycles in 19th Century Europe. *Open Economies Review*, 16(2), p. 135-152.

FLANDREAU, M., C. RIVIÈRE (1999). La grande « retransformation »? Contrôles de capitaux et intégration financière internationale, 1880-1997. *Economie Internationale*, 78, p. 11-58.

FLANDREAU, M., N. SUSSMAN (2005). Old Sins. Exchange Clauses and European Foreign Lending in the 19th Century. In B. Eichengreen, R. Hausmann (eds.), *Other People's Money. Debt Denomination and Financial Instability in Emerging Markets Economies*. Chicago : University of Chicago Press, p. 154-189.

FLANDREAU, M., F. ZUMER, F. (2004). *Les origines de la mondialisation financière 1880-1913*. Paris : OECD Publishing.

FLOOD, R., P. GARBER (1984). Collapsing Exchange-Rate Regimes : Some Linear Exam-ples. *Journal of international Economics*, 17(1), p. 1-13.

FONTAINE, P., J. HAMET (2011). *Les marchés financiers internationaux*. Paris : Presses Universitaires de France, « Que sais-je? »

FORBES, K., R. RIGOBON (2002). No Contagion, Only Interdependence : Measuring Stock Market Comovements. *The Journal of Finance*, 57(5), p. 2223-2261.

FOREMAN-PECK, J. (1983). *A History of the World Economy : International Economic Relations Since 1850*. Wheatsheaf Books Ltd : Harvester Press.

FOREMAN-PECK, J., A. H. HALLETT, Y. MA (1996). Optimum International Policies for the World Depression 1929-1933. *Economies et Sociétés*, 22(4-5), p. 219-244.

FRACASSO, A., S. SCHIAVO (2009). Global Imbalances, Exchange Rates Adjustment and the Crisis : Implications from Network Analysis. *Journal of Policy Modeling*, 31(5), p. 601-619.

FRANK, R. (1987). Contraintes monétaires, désirs de croissance et rêves européens (1931-1949). In P. Fridenson et A. Straus (dir.), *Le capitalisme français, XIXe et XXe siècle*,

- blocage et dynamisme d'une croissance*. Paris : Fayard, p. 287-306.
- FRANKEL, J. (2000). Globalization of the Economy. *NBER Working Papers*, No. 7858.
- FRANKEL, J., D. ROMER (1999). Does Trade Cause Growth? *The American Economic Review*, 89, p. 379-399.
- FRANKEL, J., A. ROSE (1997). Is EMU More Justifiable *Ex Post* than *Ex Ante*? *European Economic Review*, 41(3), p. 753-760.
- FRANKEL, J., A. ROSE (1998). The Endogeneity of the Optimum Currency Area Criteria. *The Economic Journal*, 108(449), p. 1009-1025.
- FRANKEL, J., A. ROSE (2002). An Estimate of the Effect of Common Currencies on Trade and Income. *The Quarterly Journal of Economics*, 117(2), p. 437-466.
- FRANKEL, J., S.-J. WEI (1993). Trade Blocs and Currency Blocs. *NBER Working Papers*, No. 4335.
- FRANKENSTEIN, R. (1980). Intervention étatique et réarmement en France 1935-1939. *Revue économique*, 31(4), p. 743-781.
- FRATZSCHER, M., A. MEHL, I. VANSTEENKISTE (2011). 130 Years of Fiscal Vulnerabilities and Currency Crashes in Advanced Economies. *IMF Economic Review*, 59(4), p. 683-716.
- FRENKEL, J. (1976). A Monetary Approach to the Exchange Rate : Doctrinal Aspects and Empirical Evidence. *The Scandinavian Journal of Economics*, 78(2), pp. 200-224.
- FRIEDEN, J. (2000). Exchange Rate Politics. In J. Frieden, D. Lake (eds.), *International Political Economy : Perspectives on Global Power and Wealth*, 4th edition. New York : St Martin's Press, p. 257-269.
- FRIEDMAN, M. (1968). The Role of Monetary Policy. *The American Economic Review*, 58(1), p. 1-17.
- FRIEDMAN, M., A. J. SCHWARTZ (1963). *A Monetary History of the United States, 1867-1960*. Princeton : Princeton University Press.
- FRIEDMAN, M., A. J. SCHWARTZ (1982). The Role of Money. In *Monetary Trends in the United States and United Kingdom : Their Relation to Income, Prices, and Interest Rates, 1867-1975*. Chicago : University of Chicago Press, p. 621-632.
- FURCERI, D., A. ZDZIENICKA (2012). How Costly are Debt Crises? *Journal of International Money and Finance*, 31(4), p. 726-742.
- GALBRAITH, J. K. (1988). *The Great Crash 1929*. Boston : Houghton Mifflin.
- GALASSI, F., M. HARRISON (2005). Italy at War, 1915-1918. In S. Broadberry, M. Harrison (eds.), *The Economics of World War I*. Cambridge : Cambridge University Press, p. 276-309.
- GALLAROTTI, G. (1993). The Scramble for Gold : Monetary Regime Transformation in the 1870s. In M. Bordo, F. Cappie (eds.), *Monetary Regimes in Transition*. Cambridge : Cambridge University Press, p. 15-67.
- GAZIER, B. (2009). *La crise de 1929*. Paris : Presses Universitaires de France, « Que sais-je ? », 6e éd.

- GIANNONE, D., L. REICHLIN (2006). Trends and Cycles in the Euro Area : How Much Heterogeneity and Should We Worry About It ? *Macroeconomics, EconWPA*.
- GILLES, C. B., J. BRASSEUL, P. GILLES (2010). *Histoire de la globalisation financière : essor, crises et perspectives des marchés financiers internationaux*. Paris : Armand Colin.
- GLICK, R., M. HUTCHISON (2005). Capital Controls and Exchange Rate Instability in Developing Economies. *Journal of International Money and Finance*, 24, p. 387-412.
- GLICK, R., A. ROSE (2002). Does a Currency Union Affect Trade ? The Time-Series Evidence. *European Economic Review*, 46(6), p. 1125-1151.
- GOODHART, C. (1998). The Two Concepts of Money : Implications for the Analysis of Optimal Currency Areas. *European Journal of Political Economy*, 14(3), p. 407-432.
- GOUREVITCH, P. A. (1984). Breaking with Orthodoxy : The Politics of Economic Policy Responses to the Depression of the 1930s. *International Organization*, 38(1), p. 95-129.
- GOWA, J., R. HICKS (2013). Politics, Institutions, and Trade : Lessons of the Interwar Era. *International Organization*, 67(3), p. 439-467.
- GOYAL, S. (2012). *Connections : An Introduction to the Economics of Networks*. Princeton : Princeton University Press.
- GOYAL, S., M. VAN DER LEIJ (2011). Strong Ties in a Small World. *Review of Network Economics*, 10(2).
- GROSS, S. (2009). Confidence and Gold : German War Finance 1914-1918. *Central European History*, 42(2), p. 223-252.
- GROSS, S. (2014). War Fiance (Germany). In *1914-1918-online. International Encyclopedia of the First World War*, ed. By Ute Daniel, Peter Gatrell, Oliver Janz, Heather Jones, Jennifer Keene, Alan Kramer, and Bill Nasson, issued by Freie Universität Berlin, Berlin 2014-10-08. DOI : <http://dx.doi.org/10.15463/ie1418.10020>.
- GROSSMAN, R. (1994). The Shoe That Didn't Drop : Explaining Banking Stability During the Great Depression. *The Journal of Economic History*, 54, p. 654-682
- GROSSMAN, R., C. MEISSNER (2010). International Aspects of the Great Depression and the Crisis of 2007 : Similarities, Differences, and Lessons. *Oxford Review of Economic Policy*, 26(3), p. 318-338.
- GUILLOCHON, B. (2001). *Le protectionnisme*, Paris : La Découverte, « Repères ».
- HALL, G. J. (2004). Exchange Rates and Casualties During the First World War. *Journal of Monetary Economics*, 51(8), p. 1711-1742.
- HALLWOOD, C., R. MACDONALD, I. MARSH (1997). Crash ! Expectational Aspects of the Departures of the United Kingdom and the United States from the Inter-War Gold Standard. *Explorations in Economic History*, 34(2), p. 174-194.
- HALLWOOD, P., R. MACDONALD, I. MARSH (2000). An Assessment of the Causes of the Abandonment of the Gold Standard by the US in 1933. *Southern Economic Journal*, 67(2), p. 448-459.
- HALLWOOD, P., R. MACDONALD, I. MARSH (2011). Remilitarization and the End of the Gold Bloc in 1936. *De Economist*, 159(3), p. 305-321.

- 
- HAMILTON, J. (1987). Monetary Factors in the Great Depression. *Journal of Monetary Economics*, 19, p. 145-169.
- HANNEMAN, R., M. RIDDLE (2005). *Introduction to Social Network Methods*. Riverside, CA : University of California, Riverside (published in digital form at <http://faculty.ucr.edu/hanneman/>)
- HAUTCŒUR, P.-C. (1996). Environnement macroéconomique, transformations du système financier et financement des entreprises durant l'entre-deux-guerres en France. *Economies et Sociétés*, 22(4-5), p. 293-315.
- HAUTCŒUR, P.-C. (1997). The Great Depression in France. In D. Glasner (ed.), *Business Cycles and Depressions : An Encyclopedia*. Garland, p. 39-42
- HAUTCŒUR, P.-C. (2000). Crise de 1929 et politique internationale : pourquoi il ne faut pas brûler le FMI. *Politique étrangère*, 65(3-4), p. 861-874.
- HAUTCŒUR, P.-C. (2001). La crise de 1929 : interprétations et conséquences. In J. Gravereau, J. Traumann (dir.), *Crises financières*. Paris : Economica.
- HAUTCŒUR, P.-C. (2005). Was the Great War a Watershed ? The Economics of World War One in France. In S. Broadberry, M. Harrison (eds.), *The Economics of World War I*. Cambridge : Cambridge University Press, p. 169-205.
- HAUTCŒUR, P.-C. (2009). *La crise de 1929*. Paris : La Découverte, « Repères ».
- HAUTCŒUR, P.-C., P. SICSIC (1999). Threat of a Capital Levy, Expected Devaluation and Interest Rates in France during the Interwar Period. *European Review of Economic History*, 3(1), p. 25-26.
- HAYEK, F. A. (2002). Économie et connaissance. *Cahiers d'économie Politique*, 43(2), p. 119-134.
- HEFFER, J. (2003). L'âge d'or du protectionnisme américain. *Histoire, économie et société*, 22(1), p. 7-22.
- HENRY, G. M. (2000). *La crise de 1929*. Paris : Armand Colin.
- HERZ, B., H. TONG (2008). Debt and Currency Crises : Complements or Substitutes ? *Review of International Economics*, 16(5), p. 955-970.
- HIGGINS, B. (1949). World War I and Its Effects on British Financial Institutions. In B. Higgins, *Lombard Street in War and Reconstruction*. Chicago : NBER Books, p. 10-25.
- HIRST, P., G. THOMPSON (1996). *Globalization in Question*. Cambridge : Polity Press.
- HOFFMANN, A. (2013). The Euro as a Proxy for the Classical Gold Standard ? Government Debt Financing and Political Commitment in Historical Perspective. *Working Paper*, No. 119, Universität Leipzig.
- HOJMAN, D., A. SZEIDL (2008). Core and Periphery in Networks. *Journal of Economic Theory*, 139(1), p. 295-309.
- HOLTFRERICH, C.-L. (1993). Did Monetary Unification Precede or Follow Political Unification of Germany in the 19th Century. *European Economic Review*, 37, p. 518-524.
- HORN, M. (1995). External Finance in Anglo-French Relations in the First World War, 1914-1917. *The International History Review*, 17(1), p. 51-77.



- HORSEWOOD, N., S. SEN, A. VOICU (2010). Beggar Thy Neighbour : British Imports during the Inter-War Years and the Effect of the 1932 Tariff. *Discussion Papers*, Department of Economics, University of Birmingham.
- HSIEH, C-T., C. ROMER (2001). Was the Federal Reserve Fettered? Devaluation Expectations in the 1932 Monetary Expansion. *NBER Working Papers*, No.8113.
- HUME, D. (1752). Of Money. In *Essays, Moral, Political and Literary*, vol. 1, 1898, ed. London : Longmans, Green, pp. 330-345.
- HUME, D. (1752). On the Balance of Trade. In *Essays, Moral, Political, and Literary*, vol. 1, 1898 ed., London : Longmans, Green, pp. 330-345.
- HURRELL, A. (1995). Explaining the Resurgence of Regionalism in World Politics. *Review of International Studies*, 21(4), p. 331-358.
- HYNES, W., D. S. JACKS, K. H. O'ROURKE (2012). Commodity Market Disintegration in the Interwar Period. *European Review of Economic History*, 16(2), p. 119-143.
- IRWIN, D. (1993). Multilateral and Bilateral Trade Policies in the World Trading System : An Historical Perspective. In J. De Melo, A. Panagariya (eds.), *New Dimensions in Regional Integration*. New York : Cambridge University Press.
- IRWIN, D. (2010). Did France Cause the Great Depression? *NBER Working Papers*, No. 16350.
- IZE, A., E. PARRADO (2002). Dollarization, Monetary Policy, and the Pass-Through, *IMF Working Papers*, No. 02/188.
- JACKS, D. S., C. MEISSNER, D. NOVY (2008). Trade Costs, 1870-2000. *The American Economic Review*, 98(2), p. 529-534.
- JAHJAH, S., P. MONTIEL (2003). Exchange Rate Policy and Debt Crises in Emerging Economies. *IMF Working Papers*, No 03/60.
- JAMES, H. (1984). The Causes of the German Banking Crisis of 1931. *The Economic History Review*, 38, p. 68-87.
- JAMES, H. (1992). Financial Flows Across Frontiers During the Interwar Depression. *The Economic History Review*, 45, p 594-613.
- JAMES, H. (2001). *The End of Globalization : Lessons from the Great Depression*. Cambridge : Harvard University Press.
- JAMES, H. (2002). The End of Capital Flows During the Great Depression. *CEPR/CREI Conference, Barcelona*, 14/15 October 2002.
- JEANNE, O. (2000). *Currency Crises : A Perspective on Recent Theoretical Developments*. Special Papers in International Economics No. 20, International Finance Section, Princeton University.
- JENKINS, S. P. (1995). Easy Estimation Methods for Discrete-Time Duration Models. *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 57(1), p. 130-138.
- JENKINS, S. P. (1997). Discrete Time Proportional Hazards Regression. *Stata technical bulletin*, p. 22-32.
- JOHNSON, H. G. (1970). *Further Essays in Monetary Theory*. Harvard : Harvard Uni-

versity Press.

JONES, M., M. OBSTFELD (1997). Saving, Investment, and Gold : A Reassessment of Historical Current Account Data. *NBER Working Papers*, No. 6103.

JORDÀ, Ò., M. SCHULARICK, A. M. TAYLOR (2011). Financial Crises, Credit Booms, and External Imbalances : 140 Years of Lessons. *IMF Economic Review*, 59(2), p. 340-378.

JORDÀ, Ò., M. SCHULARICK, A. M. TAYLOR (2013). Sovereigns versus Banks : Credit, Crises, and Consequences. *NBER Working Papers*, No. 19506.

KALI, R., J. REYES (2007). The Architecture of Globalization : A Network Approach to International Economic Integration. *Journal of International Business Studies*, 38(4), p. 595-620.

KAMINSKY, G., C. REINHART (1999). The Twin Crises : The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems. *The American Economic Review*, 89(3), p. 473-500.

KAMINSKY, G., C. REINHART, C. VÉGH (2005). When It Rains, It Pours : Procyclical Capital Flows and Macroeconomic Policies. *NBER Macroeconomics Annual 2004*, 19, p. 11-82.

KASTELLE, T., J. STEEN, P. LIESCH (2006). Measuring Globalisation : An Evolutionary Economic Approach to Tracking the Evolution of International Trade. In *DRUID Summer Conference on Knowledge, Innovation and Competitiveness : Dynamics of Firms, Networks, Regions and Institutions*. Copenhagen, Denmark, June (18-20).

KEHOE, T., E. PRESCOTT (2002). Great Depressions of the Twentieth Century. *Review of Economic Dynamics*, 5(1), p. 1-18.

KEMP, T. (1971). The French Economy under the Franc Poincaré. *The Economic History Review*, 24(1), p. 82-99.

KENEN, P. (1969). The Theory of Optimal Currency Areas : An Eclectic View. In R. Mundell, A. Swoboda (eds), *Monetary Problems of the International Economy*. Chicago : University of Chicago Press, p. 41-60.

KEYNES, J. M. (1919). *Les conséquences économiques de la paix*. New York : Harcourt, Brace and Howe.

KEYNES, J.M. (1931). *Essais sur la monnaie et l'économie*. Paris : Editions Payot, 1996, 2de édition.

KEYNES, J. M. (2002). *La pauvreté dans l'abondance*. Paris : Gallimard.

KIM, S., E-H. SHIN (2002). A Longitudinal Analysis of Globalization and Regionalization in International Trade : A Social Network Approach. *Social Forces*, 81(2), p. 445-468.

KINDLEBERGER, C. (1975). The Rise of Free Trade in Western Europe, 1820-1875. *The Journal of Economic History*, 35(1), p. 22-55.

KINDLEBERGER, C. (1976). *The World in Depression, 1929-1939*. Berkeley : University of California Press.

KINDLEBERGER, C. (1990a). *Histoire financière de l'Europe Occidentale*. Paris : Economica.

KINDLEBERGER, C. (1990b). Finances internationales en perspective : La seconde

- moitié du siècle comparée à l'entre-deux-guerres. *Revue d'économie financière*, 14, p. 11-24.
- KINDLEBERGER, C. (1990c). *Les mouvements internationaux de capitaux*. Paris : Dunod.
- KINDLEBERGER, C. (2004). *Histoire mondiale de la spéculation financière*. Hendaye : Valor Editions.
- KING, R., R. LEVINE (1993). Finance and Growth : Schumpeter Might be Right. *The Quarterly Journal of Economics*, 108(3), p. 717-738.
- KLEIN, M. W., N. P. MARION (1997). Explaining the Duration of Exchange-Rate Pegs. *Journal of Development Economics*, 54(2), p. 387-404.
- KLEIN, M., J. SHAMBAUGH (2013). Rounding the Corners of the Policy Trilemma : Sources of Monetary Policy Autonomy. *NBER Working Papers*, No. 9161.
- KNAFO, S. (2006). The Gold Standard and the Origins of the Modern International Monetary System. *Review of International Political Economy*, 13(1), p. 78-102.
- KOSE, M. A., E. PRASAD, K. ROGOFF, S-J. WEI (2006). Financial Globalization : A Reappraisal. *NBER Working Papers*, No. 12484.
- KRASNER, S. (1982). Structural Causes and Regime Consequences : Regimes as Intervening Variables. *International Organization*, 36(02), p. 185-205.
- KROSZNER, R., R. RAJAN (1994). Is the Glass-Steagall Act Justified ? A Study of the U.S. Experience with Universal Banking Before 1933. *The American Economic Review*, 84(4), p. 810-832.
- KRUGMAN, P. (1979). A Model of Balance-of-Payments Crises. *Journal of Money, Credit and Banking*, 11(3), p. 311-325.
- KRUGMAN, P. (1991). Increasing Returns and Economic Geography. *Journal of Political Economy*, 99(3), p. 483-499.
- KRUGMAN, P. (1993). Lessons of Massachusetts for EMU. In F. Torres, F. Giavazzi (eds), *Adjustment and Growth in the European Monetary Union*. Cambridge : Cambridge University Press, p. 241-261.
- KRUGMAN, P. (1998). What Happened to Asia ? *Mimeo*, MIT.
- KRUGMAN, P. (2009). *Pourquoi les crises reviennent toujours ?* Paris : Seuil.
- KRUGMAN, P. (2012). *Sortez-nous de cette crise... maintenant !* Paris : Flammarion.
- KRUGMAN, P. (2012). Revenge of the Optimum Currency Area. In D. Acemoglu, J. Parker, M. Woddford (eds.), *NBER Macroeconomics Annual 2012*, Volume 27. Chicago : University of Chicago Press, p. 439-448.
- KRUGMAN, P. (2013). Lust for Gold. *New York Times*, 11 avril, 2013.
- KRUGMAN, P. (2013). Currency Regimes, Capital Flows, and Crises. Mundell-Fleming lecture at the Annual Research Conference hosted by the International Monetary Fund, Washington, DC, November 7-8.
- KUGLER, P., T. STRAUMANN (2010). Core, Periphery, and the Collapse of the Inter-war Gold Standard. European Historical Economics Society, 8th Conference Graduate



Institute Geneva, September 4-5.

KYDLAND, F., E. PRESCOTT (1977). Rules Rather than Discretion : The Inconsistency of Optimal Plans. *Journal of Political Economy*, 85(3), p. 473-492.

KYDLAND, F., E. PRESCOTT (1982). Time to Build and Aggregate Fluctuations. *Econometrica*, 50(6), p. 1345-1370.

LACOUÉ-LABARTHE, D. (2005). La France a-t-elle connu des paniques bancaires inefficaces ? Une analyse exploratoire de la crise des années trente. *Revue d'économie politique*, 115, p. 633-656.

LACOUÉ-LABARTHE, D. (2012). L'invention du régulateur bancaire dans les années 1930 aux États-Unis. *Revue d'économie financière*, 105, p. 71-102.

LANE, P. R. (2006). The Real Effects of European Monetary Union. *Journal of Economic Perspectives*, 20(4), p. 47-66.

LEWIS, W. A. (1949). *Economic Survey : 1919-1939*. London : Allen and Unwin.

LINDERT, P. H., P. J. MORTON (1989). How Sovereign Debt Has Worked. In J. Sachs (ed.), *Developing Country Debt and the World Economy*. Chicago : University of Chicago Press, p. 225-235.

LINDERT, P., J. G. WILLIAMSON (2002). Mondialisation et inégalité : une longue histoire. *Revue d'économie du développement*, 16(1), p. 7-41.

LINDERT, P., J. G. WILLIAMSON (2003). Does Globalization Make the World More Unequal ? In M. Bordo, A. M. Taylor, J. G. Williamson (eds.), *Globalization in Historical Perspective*. Chicago : University of Chicago Press, p. 227-276.

LÓPEZ-CÓRDOVA, J. E., C. MEISSNER (2003). Exchange-Rate Regimes and International Trade : Evidence from the Classical Gold Standard Era. *The American Economic Review*, 93(1), p. 344-353.

LUCAS, R. (1972). Expectations and the Neutrality of Money. *Journal of Economic Theory*, 4(2), p. 103-124.

LUCAS, R. (1976). Econometric Policy Evaluation : A Critique. *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 1, p. 19-46.

LUCAS, R. (1980). Methods and Problems in Business Cycle Theory. *Journal of Money, Credit and Banking*, 12(4), p. 696-715.

LUCAS, R. (1990). Why Doesn't Capital Flow from Rich to Poor Countries ? *The American Economic Review*, 80(2), p. 92-96.

LUCAS, R. (2000). Some Macroeconomics for the 21st Century. *Journal of Economic Perspectives*, 14(1), p. 159-168.

MADDISON, A. (1981), *Les phases du développement capitaliste*. Paris : Economica.

MADDISON, A. (1994). *L'économie mondiale 1820-1992 : analyse et statistiques*. Paris : OCDE.

MADDISON, A. (2001). *L'économie mondiale : une perspective millénaire*. Paris : OCDE.

MADSEN, J. (2001). Trade Barriers and the Collapse of World Trade During the Great Depression. *Southern Economic Journal*, 67(4), p. 848-868.

- MAKINEN, G. E., T. G. WOODWARD (1989). A Monetary Interpretation of the Poincaré Stabilization of 1926. *Southern Economic Journal*, 56(1), p. 191-211.
- MANTOUX, E. (1946). *La Paix calomniée ou les conséquences économiques de M. Keynes*. Paris : Gallimard.
- MARGAIRAZ, M. (1987). Direction et directeurs du Trésor : de l'orthodoxie à la réforme (1930-1950). In P. Fridenson, A. Straus (dir.), *Le capitalisme français, XIXe et XXe siècle, blocage et dynamisme d'une croissance*. Paris : Fayard, p. 47-65.
- MARK, N. (1995). Exchange Rates and Fundamentals : Evidence on Long-Horizon Predictability. *The American Economic Review*, 85(1), pp. 201-218.
- MARSEILLE, J. (1980). Les origines « inopportunes » de la crise de 1929 en France. *Revue économique*, 31(4), p. 648-684.
- MARSEILLE, J. (1987). Capitalisme et colonisation : une histoire à écrire. In P. Fridenson, A. Straus (dir.), *Le capitalisme français, XIXe et XXe siècle, blocage et dynamisme d'une croissance*. Paris : Fayard, p. 259-272.
- MARSHALL, M., K. JAGGERS (2002). Polity IV Project : Political Regime Characteristics and Transitions, 1800-2002.
- MARX, K. (1848 [1965]). Discours sur le libre-échange. In K. Marx, *œuvres-économie*, vol. 1, Paris, Gallimard, p. 137-156.
- MARX, K. (1847 [1970]). *Travail salarié et capital*. Pékin, Éditions en langues étrangères.
- MATHY, G., C. MEISSNER (2011). Business Cycle Co-Movement : Evidence from the Great Depression. *Journal of Monetary Economics*, 58(4), p. 362-372.
- MAVEYRAUD, S. (2013). La structure du réseau de commerce international en 1850. *Économies et Sociétés*, Série « Histoire économique quantitative », 47(9/2013), p. 1621-1635.
- McCOY, H. (1935, [1999]). *On achève bien les chevaux*. Paris : Gallimard.
- McKINNON, R. (1963). Optimum Currency Areas. *The American Economic Review*, 53(4), p. 717-725.
- McKINNON, R. (1988). An International Gold Standard without Gold. *Cato Journal*, 8(2), p. 351-373.
- McCULLAGH, P., J. NELDER, J. (1990). *Generalized Linear Models*. New York : Chapman & Hall.
- MEADE, J. E. (1957). The Balance-of-Payments Problems of a European Free-Trade Area. *The Economic Journal*, 67(267), p. 379-396.
- MEHRA, R., E. PRESCOTT (1985). The Equity Premium : A Puzzle. *Journal of Monetary Economics*, 15(2), p. 145-161.
- MEISSNER, C. (2005). A New World Order : Explaining the International Diffusion of the Gold Standard, 1870-1913. *Journal of International Economics*, 66(2), p. 385-406.
- MERLER, S., J. PISANI-FERRY (2012). Une relation risquée : l'interdépendance entre dette bancaire et dette souveraine et la stabilité financière dans la zone euro. *Revue de la stabilité financière*, 16, p. 225-234.

- MIDDLETON, R. (2010). British Monetary and Fiscal Policy in the 1930s. *Oxford Review of Economic Policy*, 26(3), p. 414-441.
- MIDDLETON, R. (2013). Can Contractionary Fiscal Policy Be Expansionary? Consolidation, Sustainability and Fiscal Policy Impact in Britain in the 1930s. In N. Crafts, P. Fearon (eds.), *The Great Depression of the 1930s : Lessons for Today*. Oxford : Oxford University Press, p. 212-257.
- MILL, J.S. (1861 [2010]). *L'utilitarisme*. Paris : Flammarion.
- MISHKIN, F. (2011). Monetary Policy Strategy : Lessons from the Crisis. *NBER Working Papers*, No. 16755.
- MISHKIN, F. (2011). Over the Cliff : From the Subprime to the Global Financial Crisis. *Journal of Economic Perspectives*, 25(1), p. 49-70.
- MITCHENER, K. J., J. MASON (2010). «Blood and Treasure » : Exiting the Great Depression and Lessons for Today. *Oxford Review of Economic Policy*, 26(3), p. 510-539.
- MITCHENER, K. J., K. WANDSCHNEIDER (2015). Capital Controls and Recovery from the Financial Crisis of the 1930s. *Journal of International Economics*, 95(2), p. 188-201.
- MITCHENER, K. J., M. WEIDENMIER (2009). Are Hard Pegs Ever Credible in Emerging Markets? Evidence from the Classical Gold Standard. *NBER Working Papers*, No. 15401.
- MOESSNER, R., W. A. ALLEN (2011). The International Propagation of the Financial Crisis of 2008 and a Comparison with 1931. *Financial History Review*, 19(02).
- MOREAU DEFARGES, P. (2012). *La mondialisation*. Paris : Presses Universitaires de France, « Que sais-je ? »
- MORYS, M. (2006). The Emergence of the Classical Gold Standard. *Working paper*, University of Oxford.
- MORYS, M. (2013). Discount Rate Policy under the Classical Gold Standard : Core versus Periphery (1870s-1914). *Explorations in Economic History*, 50(2), p. 205-226.
- MOURÉ, K. (1988). « Une éventualité absolument exclue » : French Reluctance to Devalue, 1933-1936. *French Historical Studies*, 15(3), p. 479-505.
- MOURÉ, K. (1991). La perception de la crise par les pouvoirs politiques. *Le Mouvement Social*, 154 (janvier-mars), p. 131-155.
- MOURÉ, K. (1992). The Limits to Central Bank Co-operation, 1916-36. *Contemporary European History*, 1(3), p. 259-279.
- MOURÉ, K. (1996). Undervaluing the Franc Poincaré. *The Economic History Review*, 49(1), p. 137-153.
- MOURÉ, K. (1998). *La politique du Franc Poincaré (1926-1936)*. Paris : Albin Michel.
- MOURÉ, K. (1999). Vu du pont : l'étalon-or de l'entre-deux-guerres était-il un « régime » ? *Économie Internationale*, 78, p. 105-128.
- MOURÉ, K. (2002). *The Gold Standard Illusion : France, the Bank of France, and the International Gold Standard, 1914-1939*. Oxford : Oxford University Press.

- MOURÉ, K. (2012). Poincaré avait-il besoin de connaissances économiques pour sauver le franc ? *Histoire@ Politique. Politique, culture, société*, 16, p. 55-70.
- MUNDELL, R. (1961). A Theory of Optimum Currency Areas. *The American Economic Review*, 51(4), p. 657-665.
- MUNDELL, R. (1963). Capital Mobility and Stabilization Policy Under Fixed and Flexible Exchange Rates. *Canadian Journal of Economics and Political Science/Revue canadienne de économiques et science politique*, 29(04), p. 475-485.
- MUNDELL, R. (1997). *The International Monetary System in the 21st Century : Could Gold Make a Comeback ?*. Lecture delivered at St. Vincent College, Letrobe, Pennsylvania, March 12.
- MUNDELL, R. (2000). A Reconsideration of the Twentieth Century. *The American Economic Review*, 90(3), p. 327-340.
- MUSSA, M. (1976). The Exchange Rate, the Balance of Payments and Monetary and Fiscal Policy under a Regime of Controlled Floating. *The Scandinavian Journal of Economics*, 78(2), pp. 229-248.
- MUTH, J. (1961). Rational Expectations and the Theory of Price Movements. *Econometrica*, 29(3), p. 315-335.
- NASON, J., S. VAHEY (2007). The McKenna Rule and UK World War I Finance. *The American Economic Review*, 97(2), p. 290-294.
- NASON, J., S. VAHEY (2012). UK World War I and Interwar Data for Business Cycle and Growth Analysis. *Cliometrica*, 6(2), p. 115-142.
- NEAL, L. (1979). The Economics and Finance of Bilateral Clearing Agreements : Germany, 1934 ? 8. *The Economic History Review*, 32(3), p. 391-404.
- NENOVSKY, N. (2006). *Exchange Rates and Inflation : France and Bulgaria in the Interwar Period and the Contribution of Albert Afflation (1874-1956)*. Bulgarian National Bank, Sofia.
- NÉRÉ, J. (1968). *La crise de 1929*. Paris : Armand Colin, « Collection U2 ».
- NÉRÉ, J. (1989). *Les crises économiques au XXe siècle*. Paris : Armand Colin, « Collection Cursus ».
- NEWMAN, M. E. (2003). The Structure and Function of Complex Networks. *SIAM Review*, 45(2), p. 167-256.
- NEWMAN, M. E. (2004). Analysis of Weighted Networks. *Physical Review E*, 70(5).
- NEWMAN, M. E. (2006). The Mathematics of Networks. In L. Blume, S. Durlauf (eds.), *The New Palgrave Encyclopedia of Economics*, 2nd edition, Palgrave-MacMillan : Basingstoke.
- NIVEAU M., Y. CROZET (2000). *Histoire des faits économiques contemporains*. Paris : Presses Universitaires de France, « Quadrige ».
- NORDHAUS, W. (1975). The Political Business Cycle. *Review of Economic Studies*, 42(2), p. 169-190.
- NURKSE, R. (1944). *International Currency Experience*. Geneva : League of Nations.

- NURKSE, R. (1954). International Investment To-Day in the Light of Nineteenth-Century Experience. *The Economic Journal*, 64(256), p. 744-758.
- OBSTFELD, M. (1984). Rational and Self-Fulfilling Balance-of-Payments Crises. *NBER Working Paper*, No. 1486.
- OBSTFELD, M. (2013). On Keeping Your Powder Dry : Fiscal Foundations of Financial and Price Stability. *IMES Discussion Paper Series*, No. 13-E-08. Institute for Monetary and Economic Studies, Bank of Japan.
- OBSTFELD, M., K. ROGOFF (1995). Exchange Rate Dynamics Redux. *Journal of Political Economy*, 103(3), p. 624-660.
- OBSTFELD, M., K. ROGOFF (2000). The Six Major Puzzles in International Macroeconomics : Is There a Common Cause? *NBER Working Papers*, No. 7777.
- OBSTFELD, M., A. M. TAYLOR (1998). The Great Depression as a Watershed : International Capital Mobility in the Long Run. In M. Bordo, C. Goldin, E. N. White (eds.), *The Defining Moment : The Great Depression and the American Economy in the Twentieth Century*. Chicago : University of Chicago Press, p. 353-402.
- OBSTFELD, M., A. M. TAYLOR (2003a). Globalization and Capital Markets. In M. Bordo, A. M. Taylor, J. G. Williamson (eds.), *Globalization in Historical Perspective*. Chicago : University of Chicago Press, p. 121-188.
- OBSTFELD, M., A. M. TAYLOR (2003b). Sovereign Risk, Credibility and the Gold Standard : 1870-1913 versus 1925-31. *The Economic Journal*, 113(487), p. 241-275.
- OBSTFELD, M., A. M. TAYLOR (2004). *Global Capital Markets : Integration, Crisis, and Growth*. Cambridge : Cambridge University Press.
- OBSTFELD, M., J. SHAMBAUGH, A. M. TAYLOR (2004). Monetary Sovereignty, Exchange Rates and Capital Controls : The Trilemma in the Inter-war Period. *IMF Staff Papers*, 51, p. 75-108.
- OBSTFELD, M., J. SHAMBAUGH, A. M. TAYLOR (2005). The Trilemma in History : Tradeoffs among Exchange Rates, Monetary Policies, and Capital Mobility. *Review of Economics and Statistics*, 87(3), p. 423-438.
- OBSTFELD, M., J. SHAMBAUGH, A. M. TAYLOR (2010). Financial Stability, the Trilemma, and International Reserves. *American Economic Journal : Macroeconomics*, 2(2), p. 57-94.
- OFFICER, L. (1989). The Remarkable Efficiency of the Dollar-Sterling Gold Standard, 1890-1906. *The Journal of Economic History*, 49(01), p. 1-41.
- OFFICER, L. (2008). Gold Standard. *EH.NET Encyclopedia*, R. Whaples (ed.). March 26, 2008.
- De OLIVEIRA, M., J-M. THIVEAUD (1992). Les unions monétaires en Europe au XIXe siècle. *Revue d'économie financière. Hors série, Le Traité de Maastricht : quelles conséquences pour l'Europe financière ?* p. 161-176.
- OLSZAK, N. (1996). *Histoire des unions monétaires*. Paris : Presses Universitaires de France, « Que sais-je ? »
- OLSON, M. (1996). *Capitalism, Socialism and Democracy*, draft of book. Dept. of Eco-



nomics, Univ. of Maryland.

O'ROURKE, K. (2011). A Tale of Two Trilemmas. *The Institute for International Integration Studies Discussion Papers Series*, No. iisdp364.

O'ROURKE, K., J. G. WILLIAMSON (1999). *Globalization and History : The Evolution of a Nineteenth Century Atlantic Economy*. Cambridge : The MIT Press.

O'ROURKE, K., J. G. WILLIAMSON (2002). When did Globalization Begin ? *European Review of Economic History*, 6(1), p. 23-50.

PADOA-SCHIOPPA, T. (2008). The Crisis in Perspective : The Cost of Being Quiet. *International Finance*, 11(3), p. 311-325.

PAISH, G. (1909). Great Britain's Capital Investments in Other Lands. *Journal of the Royal Statistical Society*, 72(3), p. 465-495.

PAISH, G. (1911). Great Britain's Capital Investments in Individual Colonial and Foreign Countries. *Journal of the Royal Statistical Society*, 74(2), p. 167-200.

PARENT, A. (2006). Les controverses de la « solidarité » des banques centrales durant la période bimétallique. *Economies et Sociétés (Serie Histoire Economique Quantitative)*, (34), p. 233-248.

PATAT, J-P., M. LUTFALLA (1986). *Histoire monétaire de la France au XXe siècle*. Paris : Economica.

PATAT, J. P. (2005). *Histoire de l'Europe monétaire*. Paris : La Découverte, « Repères ».

PENSIEROSO, L. (2011). The Great Depression in Belgium from a Neoclassical Perspective. *Review of economic Dynamics*, 14(2), p. 389-402.

PERRAKI, V. (1991). Un aspect méconnu de la perception de la crise boursière : la presse parisienne du 24 octobre au 14 novembre 1929. *Le Mouvement social*, 154 (janvier-mars), p. 157-172.

PERROUX, F. (1960). *Le capitalisme*. Paris : Presses Universitaires de France, « Que sais-je ? »

PISANI-FERRY J. (2012). The Euro Area Crisis and the New Impossible Trinity. *Bruegel, Policy Contribution*, No 2012/01.

PLESSIS, A. (1987). Le « retard français » : la faute de la banque ? Banques locales, succursales de la Banque de France et financement de l'économie sous le Second Empire. In P. Fridenson, A. Straus (dir.), *Le capitalisme français, XIXe et XXe siècle, blocage et dynamisme d'une croissance*. Paris : Fayard, p. 199-210.

PRATI, A. (1991). Poincaré's Stabilization : Stopping a Run on Government Debt. *Journal of Monetary Economics*, 27(2), p. 213-239.

PRESCOTT, E. (1999). Some Observations on the Great Depression. *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*, 23(1), p. 25-31.

RADICCHI, F., C. CASTELLANO, F. CECCONI, V. LORETO, D. PARISI (2004). Defining and Identifying Communities in Networks. *Proceedings of the National Academy of Sciences of the United States of America*, 101(9), p. 2658-2663.

RAFFINOT, M., B. VENET (2003). *La balance des paiements*. Paris : La Découverte, «

Repères ».

REDISH, A. (2000). *Bimetallism : An Economic and Historical Analysis*. Cambridge : Cambridge University Press.

REINHART, C. (2002). Default, Currency Crises and Sovereign Credit Ratings. *NBER Working Papers*, No. 8738.

REINHART, C. (2013). A Distant Mirror of Debt, Default, and Relief. *NBER Working Papers*, No. 20577.

REINHART, C., V. REINHART, K. ROGOFF (2012). Public Debt Overhangs : Advanced-Economy Episodes Since 1800. *Journal of Economic Perspectives*, 26(3), p. 69-86.

REINHART, C., V. REINHART, K. ROGOFF (2015). Dealing with Debt. *Journal of International Economics*, 96, Supplement 1 (July), p. S43-S55.

REINHART, C., K. ROGOFF (2014). This Time is Different : A Panoramic View of Eight Centuries of Financial Crises. *Annals of Economics and Finance*, Society for AEF, 15(2), p. 1065-1188.

REINHART, C., K. ROGOFF (2008). Is the 2007 US Subprime Financial Crisis so Different ? An International Historical Comparison. *The American Economic Review*, 98(2), p. 339-344.

REINHART, C., K. ROGOFF (2009). The Aftermath of Financial Crises. *The American Economic Review*, 99(2), p. 466-472.

REINHART, C., K. ROGOFF (2010a). *Cette fois, c'est différent. Huit siècles de folie financière*. Paris : Pearson Education France.

REINHART, C., K. ROGOFF (2010 b). Growth in a Time of Debt. *The American Economic Review*, 100(2), p. 573-578.

REINHART, C., K. ROGOFF (2011a). The Forgotten History of Domestic Debt. *The Economic Journal*, 121(552), p. 319-350.

REINHART, C., K. ROGOFF (2011b). From Financial Crash to Debt Crisis. *The American Economic Review*, 101, p. 1676-1706.

REINHART, C., K. ROGOFF (2013a). Financial and Sovereign Debt Crises : Some Lessons Learned and Those Forgotten. *IMF Working Papers*, No. 13/266.

REINHART, C., K. ROGOFF (2013b). Banking Crises : An Equal Opportunity Menace. *Journal of Banking & Finance*, 37(11), p. 4557-4573

REINHART, C., K. ROGOFF, M. SAVASTANO (2003). Debt Intolerance. *NBER Working Papers*, No. 9908.

REINHART, C., M. SBRANCIA (2011). The Liquidation of Government Debt. *NBER Working Papers*, No. 16893.

RENOUVIN, P. (1951). Intérêts politiques, intérêts économiques : La politique des emprunts étrangers aux États-Unis de 1914 à 1917. *Annales. Économies, Sociétés, Civilisations*, 6(3), p. 289-305.

REYES, J., S. SCHIAVO, G. FAGIOLO (2008). Assessing the Evolution of International Economic Integration Using Random Walk Betweenness Centrality : The Cases of East

Asia and Latin America. *Advances in Complex Systems*, 11(5), p. 685-702.

REYES, J., R. WOOSTER, S. SHIRRELL (2014). Regional Trade Agreements and the Pattern of Trade : A Networks Approach. *The World Economy*, 37(8), p. 1128-1151.

RICHARDSON, G. (2007). Categories and Causes of Bank Distress during the Great Depression, 1920-1935 : The Illiquidity Versus Solvency Debate Revisited. *Explorations in Economic History*, 44(4), p. 588-607.

RICHARDSON, G., P. VAN HORN (2011). Fetters of Debt, Deposit, or Gold during the Great Depression ? The International Propagation of the Banking Crisis of 1931. *Jahrbuch für Wirtschaftsgeschichte / Economic History Yearbook*, 52(2), p. 29-54.

RICŒUR, P. (2000). L'écriture de l'histoire et la représentation du passé. *Annales. Histoire, Sciences Sociales*, 55(4), pp. 731-747.

RIST, C. (1934). Gold and the End of the Depression. *Foreign Affairs*, 12(2), p. 244-259.

RIST, C. (1938). The Financial Situation of France. *Foreign Affairs*, 16(4), p. 601-611.

RIST, C. (1947). The French Financial Dilemma. *Foreign Affairs*, 25(3), p. 451-464.

RITSCHL, A. (1996). Sustainability of High Public Debt : What the Historical Record Shows. *Swedish Economic Policy Review*, 3(1), p. 175-198.

RITSCHL, A. (1999). Peter Temin and the Onset of the Great Depression in Germany : A Reappraisal. University of Zurich, mimeographed.

RITSCHL, A. (2005). The Pity of Peace : Germany's Economy at war, 1914-1918 and Beyond. In S. Broadberry, M. Harrison (eds.), *The Economics of World War I*. Cambridge : Cambridge University Press, p. 41-76.

RITSCHL, A. (2013). Reparations, Deficits, and Debt Default : The Great Depression in Germany. In N. Crafts, P. Fearon (eds.), *The Great Depression of the 1930 : Lessons for Today*. Oxford : Oxford University Press, p. 110-140.

RITSCHL, A., S. SARFERAZ (2014). Currency Versus Banking in the Financial Crisis of 1931. *International Economic Review*, 55(2), p. 349-373.

RITSCHL, A., U. WOITEK (2000). Did Monetary Forces Cause the Great Depression ? A Bayesian VAR Analysis for the U.S. Economy. *CEPR Discussion Paper*, No. 2547.

ROCKOFF, H. (2005). Until It's Over, Over There : The US Economy in World War I. In S. Broadberry, M. Harrison (eds.), *The Economics of World War I*. Cambridge : Cambridge University Press, p. 310-343.

ROGOFF, K. (1985). The Optimal Degree of Commitment to an Intermediate Monetary Target. *The Quarterly Journal of Economics*, 100(4), p. 1169-1189.

RODRIK, D. (2000). How Far Will International Economic Integration Go ? *Journal of Economic Perspectives*, 14 (1), p. 177-186.

RODRIK, D. (2007). The Inescapable Trilemma of the World Economy. Dani Rodrik's Web Blog.

RODRIK, D., A. SUBRAMANIAN (2009). Why Did Financial Globalization Disappoint ? *IMF Staff Papers*, 56(1), p. 112-138.

ROMER, P. (1986). Increasing Returns and Long-run Growth. *Journal of Political Eco-*



*nomy*, 94(5), p. 1002-1037.

ROMER, C. (1990). The Great Crash and the Onset of the Great Depression. *The Quarterly Journal of Economics*, 105(3), p. 597-624.

ROMER, C. (1992). What Ended the Great Depression ? *The Journal of Economic History*, 52(4), p. 757-784.

ROMER, C. (1993). The Nation in Depression. *Journal of Economic Perspectives*, 7(2), p. 19-40.

ROSE, A. (2000). One Money, One Market : The Effect of Common Currencies on Trade. *Economic Policy*, 15(30), p. 7-46.

ROSE, A. (2005). One Reason Countries Pay Their Debts : Renegotiation and International Trade. *Journal of Development Economics*, 77(1), p. 189-206.

Rose, A. (2007). Checking Out : Exits from Currency Unions. *Journal of Financial Transformation*, 19, p. 121-128.

ROSE, A., E. van WINCOOP (2001). National Money as a Barrier to International Trade : The Real Case for Currency Union. *The American Economic Review*, 91(2), p. 386-390.

ROSÉS, J. R., N. WOLF (2008). Prosperity and Depression in the European Economy during Interwar Years (1913-1950) : An Introduction. *Working Papers in Economic History*, No. wp08-10, Universidad Carlos III, Departamento de Historia Económica e Instituciones.

ROSÉS, J. R., N. WOLF (2010). Aggregate Growth, 1913-1950. In S. Broadberry, K. H. O'Rourke (eds.), *The Cambridge Economic History of Modern Europe, Volume 2, 1870 to the Present*. Cambridge : Cambridge University Press, p. 181-207.

ROSIER, B. (2003). *Les théories des crises économiques*. Paris : La Découverte, « Repères ».

ROSTOW, W. (1957). The Interrelation of Theory and Economic History. *The Journal of Economic History*, 17(4), p. 509-523.

ROUSSEAU, P. L., R. SYLLA (2003). Financial Systems, Economic Growth, and Globalization. In M. Bordo, A. M. Taylor, J. G. Williamson (eds.), *Globalization in Historical Perspective*. Chicago : University of Chicago Press, p. 373-416.

RUTA, M. (2005). Economic Theories of Political (Dis)integration. *Journal of Economic Surveys*, 19(1), p. 1-21.

SAINT-ETIENNE, C. (1983). L'offre et la demande de monnaie dans la France de l'entre-deux-guerres (1920-1939). *Revue économique*, 34(2), p. 344-367.

SAINT-ETIENNE, C. (2009). *La fin de l'euro*. Paris : Bourin Éditeur.

SAINT MARC, M. (1983). *Histoire monétaire de la France, 1800-1980*. Paris : Presses Universitaires de France.

SALAI, R. (1983). La formation du chômage dans les années trente. *Économie et statistique*, 155 (mai), p. 15-28.

SALIN, P. (2002). *Le Libre-échange*. Paris : Presses Universitaires de France, « Que sais-je ? »

- SALY, P. (1980). La politique française de grands travaux (1929-1939) fut-elle keynésienne ? *Revue économique*, 31(4), p. 706-742.
- SALY, P. (1987). Poincaré keynésien ? In P. Fridenson, A. Straus (dir.), *Le capitalisme français, XIXe et XXe siècle, blocage et dynamisme d'une croissance*. Paris : Fayard, p. 33-46.
- SAMUELSON, P. (2004). Where Ricardo and Mill Rebut and Confirm Arguments of Mainstream Economists Supporting Globalization. *Journal of Economic Perspectives*, 18(3), p. 135-146.
- SANTOS SILVA, J. M. C., S. TENREYRO (2010). Currency Unions in Prospect and Retrospect. *Annual Review of Economics*, 2, p. 51-74.
- SARGENT, T. (1982). The Ends of Four Big Inflations. In R. Hall (ed.), *Inflation : Causes and Effects*. Chicago : University of Chicago Press, p. 41-98.
- SARGENT, T. (1986). Stopping Moderate Inflations : The Methods of Poincare and Thatcher. In T. Sargent (ed.), *Rational Expectations and Inflation*. New York : Harper & Row, p. 110-157.
- SARGENT, T. (2012). Nobel Lecture : United States Then, Europe Now. *Journal of Political Economy*, 120(1), p. 1-40.
- SARGENT, T., F. VELDE (1999). The Big Problem of Small Change. *Journal of Money, Credit, and Banking*, 31(2), p. 137-161.
- SARGENT, T., N. WALLACE (1975). « Rational » Expectations, the Optimal Monetary Instrument, and the Optimal Money Supply Rule. *Journal of Political Economy*, 83(2), p. 241-254.
- SARGENT, T., N. WALLACE (1981). Some Unpleasant Monetarist Arithmetic. *Quarterly Review*, 5(4), p. 1-17.
- SAUVY, A. (1972 [1984]). *Histoire économique de la France entre les deux guerres*. Nouvelle édition, Paris : Economica (1er éd., Fayard 1972), 3 vol.
- SCANNAVINO, A. (1999). *Les marchés financiers internationaux*. Paris : Dunod, « les topos ».
- SCHNABEL, I. (2004). The German Twin Crisis of 1931. *The Journal of Economic History*, 64(3), p. 822-871.
- SCHOENMAKER, D. (2011). The Financial Trilemma. *Economics Letters*, 111(1), p. 57-59.
- SCHULARICK, M. (2006). A Tale of Two « Globalizations » : Capital Flows From Rich to Poor in Two Eras of Global Finance. *International Journal of Finance & Economics*, 11(4), p. 339-354.
- SCHULARICK, M. (2012). Public Debt and Financial Crises in the Twentieth Century. *European Review of History : Revue européenne d'histoire*, 19(6), p. 881-897.
- SCHULARICK, M. (2014). Public and Private Debt : The Historical Record (1870-2010). *German Economic Review*, 15(1), p. 191-207.
- SCHULARICK, M., T. STEGER (2010). Financial Integration, Investment, and Economic Growth : Evidence From Two Eras of Financial Globalization. *Review of Economics*

and *Statistics*, 92(4), p. 756-768.

SCHULARICK, M., A. M. TAYLOR (2012). Credit Booms Gone Bust : Monetary Policy, Leverage Cycles and Financial Crises, 1870-2008. *The American Economic Review*, 102(2), p. 1029-1061.

SCHUMPETER, J. A. (1935). The Analysis of Economic Change. *Review of Economics and Statistics*, 17(4), p. 2-10.

SCHUMPETER, J. A. (1954, [2004]). Histoire de l'analyse économique. Paris : Gallimard, 3 vol.

SCHWARTZ, A. (1987). *Money in Historical Perspective*. Chicago : University of Chicago Press.

SCIALOM, L. (2004). *Économie bancaire*. Paris : La Découverte, « Repères ».

SÉDILLOT, R. (1979). *Histoire du franc*. Paris : Editions Sirey.

SEN, A. K. (1999). *L'économie est une science morale*. Paris : La Découverte.

SÉNÉGAS, M. A. (2010). La théorie des zones monétaires optimales au regard de l'euro : quels enseignements après dix années d'union économique et monétaire en Europe ? *Revue d'économie politique*, 120, p. 379-419.

SERRANO, M. Á., M. BOGUÑÁ, A. VESPIGNANI (2007). Patterns of Dominant Flows in the World Trade Web. *Journal of Economic Interaction and Coordination*, 2(2), p. 111-124.

SILBER, W. L. (2009). Why Did FDR's Bank Holiday Succeed ? *Economic Policy Review*, 15(1), p. 19-30.

SIMIAND, F. (1960). Méthode historique et science sociale. *Annales. Économies, Sociétés, Civilisations*, 15(1), p. 83-119.

SIMMONS, B. (1996). Rulers of the Game ? Central Bank Independence During the Interwar Years. *International Organization*, 50(3), p. 407-443.

SIMMONS, B. (1997). *Who Adjusts ? Domestic Sources of Foreign Economic Policy During the Interwar Years*. Princeton : Princeton University Press.

STEINBECK, J. (1939, [1974]). *Les raisins de la colère*. Paris : Gallimard.

STIGLITZ, J. (2002). *La grande désillusion*. Paris : Fayard.

STIGLITZ, J. (2012). *Le rapport Stiglitz. Pour une vraie réforme du système monétaire et financier international après la crise mondiale*. Paris : Actes Sud, « Babel ».

STIGLITZ, J., A. WEISS, (1981). Credit Rationing in Markets with Imperfect Information. *The American Economic Review*, 71(3), p. 393-410.

STRAUS, A. (1987). Le financement des dépenses publiques dans l'entre-deux-guerres. In P. Fridenson, A. Straus (dir.), *Le capitalisme français, XIXe et XXe siècle, blocage et dynamisme d'une croissance*. Paris : Fayard, p. 97-114.

STROBEL, F. (2001). When to Leave a Monetary Union ? *Revue économique*, 52(2), p. 389-397.

SUTHERLAND, A. (1997). Fiscal Crises and Aggregate Demand : Can High Public Debt Reverse the Effects of Fiscal Policy ? *Journal of Public Economics*, 65(2), p. 147-162.

- SUTHERLAND, D., P. HOELLER (2012). Debt and Macroeconomic Stability : An Overview of the Literature and Some Empirics. *OECD Economics Department Working Papers*, No. 1006.
- SVENSSON, L. (1994). Why Exchange Rate Bands ? Monetary Independence in Spite of Fixed Exchange Rates. *Journal of Monetary Economics*, 33(1), p. 157-199.
- TAMIRISA, N. (1999). Exchange and Capital Controls as Barriers to Trade. *IMF Staff Papers*, 46(1), p. 69-88.
- TAYLOR, A. M. (1996). International Capital Mobility in History : the Saving-Investment Relationship. *NBER Working Papers*, No. 5743.
- TAYLOR, A. M. (2002). A Century of Purchasing Power Parity. *The Review of Economics and Statistics*, 84(1), p. 139-150.
- TEMIN, P. (1971). The Beginning of the Great Depression in Germany. *The Economic History Review*, 24(2), p. 240-248.
- TEMIN, P. (1989). *Lessons from the Great Depression*, Cambridge : MIT Press.
- TEMIN, P. (1993). Transmission of the Great Depression. *Journal of Economic Perspectives*, 7(2), p. 87-102.
- TEMIN, P. (2008). The German Crisis of 1931 : Evidence and Tradition. *Cliometrica : Journal of Historical Economics and Econometric History*, 2(1), p. 5-17.
- TEMIN, P., B. WIGMORE (1990). The End of One Big Deflation. *Explorations in Economic History*, 27(4), p. 483-502.
- TENREYRO, S. (2001). On The Causes and Consequences of Currency Unions. *Harvard University mimeo*.
- TÉTREAU, E. (2011). *Quand le dollar nous tue*. Paris : Grasset.
- THOMAS, M. (1990). L'Angleterre au cœur des financements internationaux. *Revue d'économie financière*, 14, p. 53-65.
- TIMMER, A., J. G. WILLIAMSON (1996). Racism, Xenophobia or Markets ? The Political Economy of Immigration Policy Prior to the Thirties. *NBER Working Papers*, No. 5867.
- TOBIN, J. (1965). The Monetary Interpretation of History. *The American Economic Review*, 55(3), p. 464-485.
- TOMZ, M., M. WRIGHT (2013). Empirical Research on Sovereign Debt and Default. *Annual Review of Economics*, 5(1), p. 247-272.
- de TOYTOT, A. (1991). La Caisse autonome d'amortissement : une expérience de gestion de la dette publique (1926-1932). *Revue d'économie financière*, Numéro hors série, p. 159-174.
- TZEKINA, I., K. DANTHI, D. N. ROCKMORE (2008). Evolution of Community Structure in the World Trade Web. *The European Physical Journal B*, 63(4), p. 541-545.
- VILLA, P. (1991). Une explication des enchaînements macroéconomiques sur l'entre-deux-guerres. *Le Mouvement social*, 154 (mars), p. 213-243.
- VILLA P. (1993). *Une analyse macroéconomique de la France au XXe siècle*. Paris :

CNRS Editions.

VOTH, H-J. (2003). With a Bang, not a Whimper : Pricking Germany's « Stock Market Bubble » in 1927 and the Slide into Depression. *The Journal of Economic History*, 63(1), p. 65-99.

WANDSCHNEIDER, K. (2008). The Stability of the Interwar Gold Exchange Standard : Did Politics Matter ? *The Journal of Economic History*, 68(1), p. 151-181.

WANDSCHNEIDER, K., N. WOLF (2010). Shooting on a Moving Target : Explaining European Bank Rates during the Interwar Period. *International Journal of Economics and Business Research*, 2(1-2), p. 31-48.

WEBER, M. (1905 [1989]). *L'éthique protestante et l'esprit du capitalisme*. Paris : Pocket.

WHEELOCK, D. (1991). *The Strategy and Consistency of Federal Reserve Monetary Policy, 1924-1933*. Cambridge : Cambridge University Press.

WHITE, E. N. (1982). The Political Economy of Banking Regulation, 1864-1933. *The Journal of Economic History*, 42(1), p. 33-40.

WHITE, E. N. (1984). A Reinterpretation of the Banking Crisis of 1930. *The Journal of Economic History*, 44 (1), p. 119-138.

WICKER, E. (1965). Federal Reserve Monetary Policy, 1922-33 : A Reinterpretation. *Journal of Political Economy*, 73 (4), pp. 325-343.

WICKER, E. (1971). Roosevelt's 1933 Monetary Experiment. *The Journal of American History*, 57(4), p. 864-879.

WICKER, E. (1980). A Reconsideration of the Causes of the Banking Panic of 1930. *The Journal of Economic History*, 40 (3), p. 571-83.

WICKSELL, K. (1907). The Influence of the Rate of Interest on Prices. *The Economic Journal*, 17(66), p. 213-220.

WICKSELL, K. (1918). Gold After the War in Relation to Inflation and the Foreign Exchanges. *The Economic Journal*, 28(112), p. 409-412.

WIGMORE, B. (1987). Was the Bank Holiday of 1933 Caused by a Run on the Dollar ? *The Journal of Economic History*, 47(3), p. 739-755.

WILLIAMSON, J. G. (1996). Globalization, Convergence, and History. *The Journal of Economic History*, 56(2), p. 277-306.

WILLIAMSON, J. G. (1997). Globalization and Inequality, Past and Present. *The World Bank Research Observer*, 12(2), p. 117-135.

WILLIAMSON, J. G. (1998). Globalization, Labor Markets and Policy Backlash in the Past. *Journal of Economic Perspectives*, 12(4), p. 51-72.

WILLIAMSON, J. G. (2002). Winners and Losers Over Two Centuries of Globalization. *NBER Working Papers*, No. 9161.

WOLF, N. (2008). Scylla and Charybdis. Explaining Europe's Exit from Gold, January 1928-December 1936. *Explorations in Economic History*, 45(4), p. 383-401.

WOLF, N. (2010). Europe's Great Depression : Coordination Failure after the First World War. *Oxford Review of Economic Policy*, 26(3), p. 339-369.



- WOLF, N. (2012). Crises and Policy Responses within the Political Trilemma : Europe, 1929-36 and 2008-11. *European Review of History : Revue européenne d'histoire*, 19(6), p. 855-879.
- WOLF, N., A. RITSCHL (2011). Endogeneity of Currency Areas and Trade Blocs : Evidence from a Natural Experiment. *Kyklos*, 64(2), p. 291-312.
- WOLF, H., T. M. YOUSEF (2007). Breaking the Fetters : Why Did Countries Exit the Interwar Gold Standard? In T. Hatton, K. H. O'Rourke, A. M. Taylor (eds.), *The New Comparative History : Essays in Honor of Jeffrey G. Williamson*. Cambridge : The MIT Press, p. 241-266.
- WOLIKOW, S. (1976). La crise des années trente en France, aspects spécifiques. *Cahiers d'histoire de l'Institut Maurice Thorez*, 17-18, p. II-48.
- WOODFORD, M. (2001). Fiscal Requirements for Price Stability. *Journal of Money, Credit and Banking*, 33(3), p. 669-728.
- WYPLOSZ, C. (2014a). La crise de la zone euro et les deux BCE. *Revue d'économie financière*, 113, p. 61-76.
- WYPLOSZ, C. (2014b). The Eurozone Crisis : A Near-Perfect Case of Mismanagement. *Economia Marche - Journal of Applied Economics*, 33(1), p. 1-13.
- ZIMMERMANN, E., T. SAALFELD (1988). Economic and Political Reactions to the World Economic Crisis of the 1930s in Six European Countries. *International Studies Quarterly*, 32(3) p. 305-334.

### **Colophon**

Le document final comporte 430 pages dont 373 pour le texte principal. La bibliographie contient 717 références.

Citation : FRANÇOIS CHOUNET (2016), *Endettement public et crédibilité des accords monétaires, l'expérience de l'entre-deux-guerres*, Thèse de doctorat, Université de Bordeaux. 430 pages.

---